

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Departamento de Economía Aplicada I



TESIS DOCTORAL

**La regulación de los flujos de capital: un análisis de las experiencias de
Brasil, Perú e Islandia**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Pablo Aguirre Carmona

Director

José Antonio Alonso Rodríguez

Madrid, 2017

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Departamento de Economía Aplicada I



UNIVERSIDAD
COMPLUTENSE
MADRID

TESIS DOCTORAL

**La regulación de los flujos de capital: un análisis de las
experiencias de Brasil, Perú e Islandia**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR
PRESENTADA POR:

Pablo Aguirre Carmona

DIRECTOR:

José Antonio Alonso Rodríguez

Madrid, 2016

A Mercedes y Eduardo, mis padres.

Agradecimientos

Son muchas las personas a las que quiero agradecer el apoyo, la inspiración y el ánimo sin los cuales no hubiera podido realizar este trabajo. En el ámbito académico, Lluís Mas, Jaume Carot, Eduard Cesari y Maxi San Miguel, profesores de la Universidad de las Islas Baleares, no solo me enseñaron física hace bastantes años sino que también me ayudaron a empezar a pensar por mí mismo. Pero es otra institución pública, la Universidad Complutense de Madrid, a la que más debo como investigador en economía. Desde que me vinculé a ella como estudiante en 2007 me ha proporcionado vivencias imprescindibles que han afianzado en mí el interés por tratar de mejorar la sociedad en la que vivimos, empezando por conocerla y comprenderla un poco mejor, tarea que me parece tan apasionante y necesaria como difícil, y a la que de una forma u otra sé que me seguiré dedicando de ahora en adelante.

Todos los profesores y profesoras a cuyas clases asistí durante estos años en la Complutense, tanto como alumno del Máster en Desarrollo y Ayuda Internacional del Instituto Complutense de Estudios Internacionales como en el Máster en Economía Internacional y Desarrollo del Departamento de Economía Aplicada I de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, o simplemente como oyente, contribuyeron a convertir mi inicial curiosidad por la ciencia social en auténtico interés investigador.

De todos ellos, cinco profesores han sido especialmente importantes para mí. En las clases de Enrique Palazuelos descubrí lo complejo y apasionante que podía ser el análisis riguroso de una economía. Miguel Jerez me ayudó muchísimo con las estimaciones econométricas realizadas para esta investigación, resolviendo todas mis dudas, que fueron muchas, y demostrándome siempre una gran cercanía y una inmejorable disposición. Rafael Padilla me acercó por primera vez la macroeconomía y como doctorando he tenido en él a una persona dispuesta siempre a ayudarme. Gracias a las muchas charlas y seminarios que hemos compartido comencé a disfrutar conociendo la literatura económica, que hace unos pocos años me parecía completamente inconexa e inabordable.

Fue Ángel Vilariño, como profesor en el Máster en Economía Internacional y Desarrollo, quien despertó en mí el interés por el ámbito de las finanzas, que se afianzó cuando, bajo su tutela, centré mi investigación de fin de Máster en Islandia, un trabajo que se convertiría de hecho en el germen de la presente Tesis. Son muchos y variados los campos en los que he aprendido y sigo aprendiendo de Ángel, y admiro sobre todo su esfuerzo y curiosidad constantes para comprender el mundo que le rodea, siempre con una posición crítica, lejos de convencionalismos y generalidades. Pero lo que más le agradezco es su generosidad, su entrega total para enseñar,

aprender y compartir, y el trato cálido que me ha brindado desde que nos conocemos.

Mi director de Tesis, José Antonio Alonso, ha sido sin duda la persona que más ha influido en mi trayectoria académica. Sus clases en el Máster de Desarrollo y Ayuda Internacional me enseñaron por primera vez lo apasionante de la realidad social y lo gratificante que es tratar de aprender de ella. Bajo su dirección me involucré en mi primer proyecto de investigación académica, en 2009, tras el cual decidí que quería intentar dedicarme a la investigación, inicié mis estudios de doctorado y me incorporé formalmente al Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI).

Desde entonces mi vínculo con José Antonio Alonso no se ha interrumpido en ningún momento. Tengo que agradecerle particularmente que aceptara la tutela de esta Tesis, pero también muy especialmente que anteriormente hubiera ya contado conmigo para tantos proyectos e iniciativas liderados por él y que han constituido para mí una auténtica escuela práctica de investigación aplicada. Además, han sido muy inspiradoras para mí su permanente disposición a la argumentación, su exigencia de no perder el contacto con la realidad que se está analizando, así como el convencimiento de que la sociedad, en cualquiera de sus dimensiones, es demasiado compleja como para pretender comprenderla -algo imprescindible para tratar de transformarla- con puntos de vista demasiado estrechos de miras, un error en el que permanentemente podemos incurrir al investigar. Y sobre todo me ha ofrecido siempre un trato enormemente cercano y afectuoso, y un apoyo constante en todos los sentidos sin el cual mi trayectoria como investigador no solo habría sido menos estimulante, sino a buen seguro mucho más difícil, o acaso ni tan solo se habría iniciado.

Mi incorporación al ICEI me ha permitido conocer a un grupo fantástico de amigos y amigas, muchos de ellos compañeros de investigación en numerosos proyectos, como Natalia, Guillermo, Anabel, Marta, Manu, Mariu, Fran, Nacho Álvarez, Antonio, Nacho Martínez, José Miguel, Alberto, Héctor, Borja, Laura, Romilio, Analilia, Bruno, Raúl o Celia. Con Patricia, Juan y Oana, además, hemos formado un equipo muy estimulante no solo de investigación y debate respecto a nuestras investigaciones, sino también de mutuo aprendizaje en muy distintos ámbitos.

Al margen de la Universidad Complutense, tengo también muchas cosas que agradecer a Kevin P. Gallagher. En sus trabajos descubrí enfoques muy seductores con los que abordar la temática en la que se centra esta Tesis. Posteriormente, desde que tuvimos la oportunidad de conocernos, me facilitó el contacto con distintas personas a las que entrevisté para los estudios de caso y sobre todo me hizo el estimulante encargo de elaborar un informe resumiendo una sesión de trabajo organizada por UNCTAD y Global Economic Governance Initiative en Ginebra sobre la regulación de los flujos de capital, una actividad que resultó tremendamente interesante y provechosa.

Quiero dar las gracias también a Santander Universidades, cuya beca Jóvenes Profesores e Investigadores me permitió realizar una estancia de investigación en la Universidade de Brasília, en Brasil, de la que se derivaron insumos imprescindibles para la Tesis. Adriana Moreira, Jefa del Departamento de Economía de la mencionada Universidad, me dio todas las facilidades posibles, proporcionándome una bienvenida cálida y unas condiciones de trabajo óptimas desde el primer día. En Lucas Bispo encontré no solo el mejor guía posible para conocer Brasília, sino sobre todo un gran amigo con el que sé que no perderé nunca el contacto. Las personas a las que he entrevistado para la realización de esta Tesis, tanto en Brasil como en Perú, merecen también una mención especial, pues las visiones y experiencias que compartieron conmigo supusieron aportaciones imprescindibles para la investigación, siendo un auténtico regalo el tiempo que me ofrecieron desinteresadamente.

En el ámbito estrictamente personal, tengo también la suerte de haber compartido los años con un buen número de personas excepcionales, que me han querido, acompañado y animado, y sin las cuales no sería quien soy ni habría podido acabar esta investigación. Empiezo por mi tío José Ignacio, Rafael, mi abuelito Antonio, mis tías Pilarín y María o mi tío Joaquín José, con quienes tuve la suerte de compartir muchos momentos.

Doy las gracias a Alberto, mi amigo más madrileño, y a Rodrigo, Ángela y Antonio Stella, los amigos que muy poca gente tiene la suerte de conocer al compartir piso; a Eugenia, Ángel, Álvaro, Noe, Jorge, Estefi y Juan, por tantos partidos de cualquier cosa, excursiones, cocina, cine y mucho más; a Miquel, con el que nunca me cansaré de hablar de todo, especialmente si podemos caminar por la montaña; a Jaime, con el que cada reencuentro es tan inesperado como genial; y también a Joan, Lolo y los demás compañeros de la Universidad. Me acuerdo también de Constantino y Miguel Ángel, con los que aprendí a disfrutar de la música; de toda la gente del Teatro Principal de Palma; de Elisabeth, con la que podemos contar para tantas cosas importantes desde hace tantos años; y de María del Mar, que me ayudó a empezar la búsqueda que me ha traído hasta aquí.

Me acuerdo también de todo lo vivido con mi primo Miguel, que ha sido siempre además mi amigo, con Ana Carmen o Ricardo; también con Carmen, Anabel y María, y con mi hermano pequeño Miguel, al que disfruto viendo crecer, cada vez más rápido, y jugar con nuestra perra Tula, mientras intento llegar a ganarle alguna partida a la consola. Con mis tías, tíos y primos “de Méndez Núñez” Cuca, Chita e Ignacio, Pilar y José Miguel, Yomar, Pepe, Katy y Juan, Manolo y Celia, Gel y Marian, Naira, Elena y Guille, todavía me lo sigo pasando igual de bien o más que cuando era pequeño, que ya es decir, al igual que con mi tía Carmencita y Pilarín Lorente.

Mi abuela es para mí un auténtico ejemplo, con su maravillosa ilusión por disfrutar de lo que le gusta a sus 97 años; igual que Javier, dueño de esa rara y valiosa sabiduría

para endulzar la vida a quienes estamos cerca; o Dani, mi amigo del alma con el que cualquier momento sigue mereciendo la pena igual que hace treinta años, un verdadero compañero de vida. Gracias a Nadia, mi hermana mayor, confiable, honesta y valiente como pocas personas, con la que he compartido y comparto tanto y a la que ahora vemos en Alemania, junto a Christian y, dentro de poco, también a Albert. Gracias a Teyo y Conchi, que me cuidan aquí en Madrid como si fuera otro hijo suyo, siempre dispuestos a algo tan importante como es estar todos juntos. Muy especialmente doy las gracias a Ana, mi amor y mi compañera, con la que compartir la vida es un auténtico regalo del que disfruto a diario desde aquellas fotos en el Ventisquero de la Condesa. Ella ha estado conmigo en los momentos en que me era difícil incluso aguantarme a mí mismo, además de hacer que esta Tesis formara parte de nuestro proyecto en común. Gracias. Y finalmente están mi padre y mi madre, Eduardo y Mercedes, que me lo dieron y me lo siguen dando todo, que me han animado sin descanso, de quienes he aprendido tanto durante tantos años y que no han dejado nunca ni dejarán de ser una parte imprescindible de mi vida. Además, sin ellos literalmente yo no estaría aquí, así que mucho menos esta Tesis. Gracias por todo.

Madrid, abril de 2016

Índice

Resumen.....	1
Abstract.....	3
Listado de gráficos, cuadros, tablas y figuras.....	5
Siglas.....	8
CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	9
1.1. Planteamiento de la investigación y delimitación del objeto de estudio.....	9
1.2. Supuestos de partida e hipótesis de la investigación.....	13
1.3. Metodología.....	16
1.4. Estructura del documento.....	20
Parte I	
CAPÍTULO 2. LOS FLUJOS DE CAPITAL Y SU REGULACIÓN: REPASO DE LA LITERATURA ECONÓMICA	25
2.1. Los mercados financieros en equilibrio competitivo.....	25
2.1.1. El modelo de equilibrio general competitivo con incertidumbre.....	25
2.1.2. Perfección, racionalidad y eficiencia.....	28
2.1.3. Prescripciones en el marco del equilibrio general competitivo con incertidumbre.....	31
2.1.4. El equilibrio parcial competitivo en los mercados financieros.....	32
2.1.5. Escaso poder descriptivo del marco del equilibrio competitivo.....	33
2.1.6. Alternativas metodológicas ante las insuficiencias del marco del equilibrio competitivo.....	36
2.2. Propuestas teóricas más realistas para describir los mercados financieros.....	39
2.2.1. Los modelos de competencia imperfecta.....	39
2.2.1.1. Distorsiones en los mercados financieros.....	39
2.2.1.2. Mayor poder explicativo.....	40
2.2.1.3. Consecuencias prescriptivas: el segundo óptimo.....	41
2.2.2. Los modelos de crisis financieras.....	42
2.2.2.1. Modelos de primera, segunda y tercera generación.....	42
2.2.2.2. Conexión con otras propuestas teóricas.....	44
2.3. El cuestionamiento radical al equilibrio de los mercados financieros.....	46
2.3.1. Incertidumbre radical y riesgo.....	46
2.3.2. La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky.....	48
2.3.3. Aportaciones teóricas inspiradas en las ideas de Minsky.....	50
2.3.4. La irracionalidad de los agentes.....	52
2.3.5. Conexiones con otras propuestas teóricas.....	53
2.4. El margen de maniobra para los Gobiernos.....	54
2.4.1. El modelo Mundell-Fleming y la “trinidad imposible”.....	54
2.4.2. El margen de maniobra para la política macroeconómica.....	57
2.4.3. El margen de maniobra para la política fiscal.....	59

2.4.4. Evidencia empírica de la restricción del margen de maniobra para los Gobiernos.....	60
2.5. El crecimiento en el largo plazo.....	61
2.5.1. Los modelos neoclásicos de crecimiento.....	61
2.5.2. El vínculo empírico entre liberalización de la inversión y crecimiento.....	63
2.6. La regulación de los flujos de capital: aproximaciones teóricas.....	65
2.6.1. La regulación para ganar margen de maniobra macroeconómico.....	65
2.6.2. La regulación como herramienta de economía política.....	70
2.6.3. La regulación para mitigar el riesgo de inestabilidad financiera y crisis.....	72
2.6.4. Cómo actúa la regulación.....	74
2.7. La regulación de flujos de capital en la práctica.....	75
2.7.1. Por qué se utiliza la regulación de flujos de capital: evidencia empírica.....	75
2.7.2. Eficacia de la regulación de flujos de capital.....	79
2.7.3. Evasión de la regulación de flujos de capital.....	85
2.7.4. Costes o daños ocasionados por la regulación de flujos de capital.....	88
2.7.5. Factores que impulsan y obstaculizan la eficacia de la regulación de flujos de capital.....	89
2.8. Reflexiones finales.....	91
2.8.1. Es positivo que los países puedan recurrir a la regulación de los flujos de capital.....	91
2.8.2. El estudio de caso parece la vía más adecuada para el análisis de esta política.....	94
2.8.3. Un marco de análisis útil debe nutrirse de toda la literatura teórica y empírica relevante.....	96

CAPÍTULO 3. LA VISIÓN DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL Y SU REGULACIÓN DESDE LA ECONOMÍA Y LA POLÍTICA: BREVE REPASO HISTÓRICO 99

3.1. La cuestión de la nomenclatura.....	100
3.2. Los flujos de capital y su regulación después de la Segunda Guerra Mundial.....	103
3.2.1. El diseño del sistema monetario de Bretton Woods.....	103
3.2.2. La visión académica de la regulación de flujos de capital.....	106
3.2.3. La regulación de flujos de capital en la práctica bajo el sistema de Bretton Woods....	108
3.3. La regulación de flujos de capital entre los setenta y los noventa.....	109
3.3.1. Amplia desregulación de la inversión.....	109
3.3.2. Apoyo académico a la liberalización.....	111
3.3.3. Apoyo académico a la regulación.....	114
3.3.4. El restringido papel de la regulación como principal recomendación política.....	117
3.3.5. El decidido impulso liberalizador del IMF.....	120
3.4. La regulación de flujos de capital desde los dos mil.....	122
3.4.1. El fenómeno actual de los flujos de capital.....	122
3.4.2. “Re-regulación” de los flujos de capital en el nuevo siglo.....	123
3.5. El debate académico sobre la regulación de flujos de capital en los dos mil.....	124
3.5.1. Argumentos favorables a la liberalización.....	124
3.5.2. Cuestionamiento de las hipótesis en que se basa la recomendación de liberalizar....	126
3.5.3. Cuestionamiento de los argumentos concretos favorables a la liberalización.....	128
3.5.3.1. Eficiencia en la asignación del ahorro.....	128
3.5.3.2. Impulso al crecimiento en el largo plazo.....	129
3.5.3.3. Eficiencia en la asignación intertemporal de recursos.....	130
3.5.3.4. Efecto disciplinador sobre los Gobiernos.....	131
3.5.4. Discusión respecto a los argumentos empíricos favorables a la liberalización.....	132
3.5.5. Nuevas aportaciones teóricas favorables a la regulación.....	134

3.6. El debate de políticas respecto a la regulación de flujos de capital en los dos mil.....	135
3.6.1. La oposición a la regulación.....	135
3.6.2. La regulación como último recurso.....	136
3.6.3. La regulación como una medida más de política económica.....	140
3.6.4. Recomendaciones respecto a qué medidas de regulación son más adecuadas.....	144
3.7. La regulación de flujos de capital desde el punto de vista multilateral.....	148
3.7.1. Multiplicidad de marcos normativos.....	148
3.7.2. Necesidad de coordinación de las políticas de regulación de flujos de capital.....	151
3.7.3. Propuestas para una regulación de flujos de capital a escala internacional.....	152
3.8. Reflexiones finales.....	153

Parte II

CAPÍTULO 4. INTRODUCCIÓN METODOLÓGICA AL ANÁLISIS EMPÍRICO	161
4.1. Marco analítico concreto utilizado para los estudios de caso.....	161
4.1.1. Descripción de los flujos entrantes de capital.....	161
4.1.2. Riesgos y problemas que suponen los flujos para la economía receptora.....	162
4.1.3. Descripción de la regulación de flujos de capital adoptada.....	164
4.1.4. Eficacia de la regulación de los flujos de capital.....	164
4.1.5. Factores explicativos del grado de eficacia detectado.....	168
4.2. Algunas cuestiones previas sobre el mercado de divisas.....	170
4.2.1. La compra de divisas.....	170
4.2.2. Derivados de tipo de cambio: principales rasgos.....	171
4.2.3. Utilidad de los contratos futuros.....	173
CAPÍTULO 5. ESTUDIO DE CASO: BRASIL	179
5.1. Contexto económico.....	179
5.2. Flujos de capital hacia Brasil entre 2006 y 2013.....	181
5.2.1. Los mercados de capital en Brasil.....	181
5.2.2. El mercado cambiario al contado y a plazo.....	182
5.2.3. Descripción de los flujos entrantes de inversión entre 2006 y 2013.....	183
5.2.4. Vías de entrada para la inversión extranjera.....	186
5.3. Riesgos y problemas que suponen los flujos entrantes.....	189
5.4. La regulación de los flujos entrantes de capital en Brasil entre 2006 y 2013.....	193
5.4.1. Necesidad y objetivos de la regulación.....	193
5.4.2. La regulación directa e indirecta de los flujos de capital.....	195
5.4.3. La lógica temporal y complementariedad de las medidas de regulación.....	198
5.5. Eficacia de la regulación.....	203
5.5.1. Eficacia alterando el volumen de los flujos brutos de entrada.....	203
5.5.2. Eficacia alterando la composición de los flujos brutos de entrada.....	207
5.5.3. Indicadores auxiliares de eficacia: tipo de cambio, crédito, precio de activos e independencia de la política monetaria.....	210
5.5.4. Balance: un marco de regulación influyente pero no determinante.....	214
5.6. La regulación de Brasil en perspectiva.....	215
5.6.1. Notable agilidad adaptando la regulación para evitar que sea sorteada o evadida.....	215
5.6.2. Coordinación entre instituciones, variedad y complementariedad de herramientas.....	216

5.6.3. Capacidades institucionales.....	218
5.6.4. Ausencia de restricciones externas para la regulación.....	220
5.6.5. Por qué la regulación no muestra una eficacia más clara.....	220
5.6.6. La actitud de las instituciones y la sociedad frente a la regulación: algunos apuntes.....	222
5.7. Reflexiones finales.....	226
CAPÍTULO 6. ESTUDIO DE CASO: PERÚ	229
6.1. Contexto económico.....	229
6.2. Flujos de capitales hacia Perú entre 2007 y 2013.....	231
6.2.1. Los mercados de capitales en Perú.....	231
6.2.2. Descripción de los flujos entrantes de inversión entre 2007 y 2013.....	232
6.2.3. Vías de entrada para la inversión extranjera.....	235
6.3. Riesgos y problemas que los flujos entrantes de inversión suponen.....	237
6.3.1. Dolarización: descripción del fenómeno y consecuencias.....	237
6.3.2. Problemas y riesgos que generan los flujos entrantes en una economía dolarizada.....	239
6.4. La regulación de los flujos entrantes de capital en Perú entre 2007 y 2013.....	243
6.4.1. Necesidad y objetivos de la regulación.....	243
6.4.2. La regulación directa e indirecta de los flujos de capital.....	245
6.4.3. La lógica temporal y complementariedad de las medidas de regulación.....	248
6.5. Eficacia de las medidas.....	251
6.5.1. Eficacia alterando el volumen y composición de los flujos brutos de entrada distintos a la IED.....	251
6.5.2. Indicadores auxiliares de eficacia: tipo de cambio, crédito y precio de activos.....	257
6.5.3. Evidencia adicional: resquicio legal en el mercado de derivados.....	260
6.5.4. Balance: un marco regulador insuficiente.....	261
6.6. La regulación de Perú en perspectiva.....	264
6.6.1. Timidez y limitada capacidad de adaptación de la regulación.....	264
6.6.2. Desigual implicación de las instituciones y problemas de coordinación.....	265
6.6.3. Limitado abanico de medidas: la escasa utilización de los impuestos.....	268
6.6.4. Capacidades institucionales.....	271
6.6.5. La actitud de las instituciones y la sociedad frente la regulación: algunos apuntes.....	274
6.7. Reflexiones finales.....	277
CAPÍTULO 7. ESTUDIO DE CASO: ISLANDIA	281
7.1. Contexto económico.....	281
7.2. Flujos de capitales hacia Islandia entre 2003 y 2013.....	282
7.2.1. Descripción de los flujos entrantes de inversión entre 2003 y 2013.....	282
7.2.2. Vías de entrada para la inversión extranjera.....	284
7.3. Riesgos y problemas que los flujos entrantes crean durante la burbuja.....	287
7.3.1. Sobrecalentamiento de la economía, riesgos de balance y burbujas de precios.....	287
7.3.2. La actuación de los bancos durante el periodo 2003-2008.....	291
7.3.3. La actuación de las instituciones durante el periodo 2003-2008.....	295
7.3.4. Por qué se produce la burbuja financiera y su colapso: una primera explicación.....	297
7.4. La regulación de los flujos de capital en Islandia a partir de 2008.....	298
7.4.1. La estrategia de salida de la crisis y la regulación de flujos de capital en 2008.....	298
7.4.2. Adaptación del marco legal durante 2009 para garantizar su eficacia.....	301

7.5. Eficacia de la regulación.....	304
7.5.1. Efectos directos: volumen de flujos y tipo de cambio.....	304
7.5.2. Contribución al abaratamiento de la deuda pública.....	306
7.5.3. Contribución de la regulación de flujos de capital a la salida de la crisis en Islandia.....	310
7.6. La regulación de Islandia en perspectiva.....	312
7.6.1. Endurecimiento de la regulación muy intenso, rápido y duradero.....	312
7.6.2. El margen legal para la regulación de flujos de capital en Islandia.....	313
7.6.3. Agilidad adaptando la regulación para garantizar su eficacia.....	315
7.6.4. ¿Fue acertada la regulación reactiva? Los costes de la regulación de flujos de capital en Islandia.....	318
7.6.5. La retirada de la regulación de flujos de capital.....	320
7.6.6. Regulación reactiva frente a regulación preventiva.....	322
7.6.7. Por qué Islandia no regula preventivamente.....	323
7.7. Reflexiones finales.....	328

CAPÍTULO 8. ANÁLISIS ECONÓMETRICO DE LA EFICACIA DE LA REGULACIÓN DE FLUJOS DE CAPITAL EN BRASIL Y PERÚ **331**

8.1. Variables para el análisis.....	331
8.1.1. Variable dependiente.....	332
8.1.2. Índices de regulación de los flujos de capital: opciones disponibles.....	333
8.1.3. Construcción de índices de regulación de flujos de capital para Brasil y Perú.....	336
8.1.4. Variables de control.....	342
8.1.5. Resumen de variables consideradas y periodos de estimación.....	344
8.2. Técnicas de estimación utilizada.....	347
8.2.1. Modelos RegARIMA de series temporales.....	347
8.2.2. El problema de la endogeneidad	349
8.2.3. Correlación, causalidad y simultaneidad.....	351
8.3. Estrategias para la construcción de modelos y valoración de resultados.....	353
8.3.1. Modelos descriptivos de los flujos y poder explicativo adicional de la regulación.....	353
8.3.2. Análisis de fiabilidad.....	355
8.4. Resultados para el caso de Brasil.....	357
8.4.1. Variables explicativas útiles.....	358
8.4.2. Incidencia de la regulación de flujos de capital.....	359
8.4.3. Fiabilidad de los resultados.....	362
8.5. Resultados para el caso de Perú.....	366
8.5.1. Variables explicativas útiles.....	366
8.5.2. Incidencia de la regulación de flujos de capital.....	368
8.5.3. Fiabilidad de los resultados.....	375
8.6. Comparación de los casos analizados y conclusiones.....	378
8.6.1. Fiabilidad de los resultados.....	379
8.6.2. Variables explicativas de control.....	381
8.6.3. Intensidad de los indicios de eficacia de la regulación.....	382
8.6.4. Valoración de la eficacia de las distintas medidas aplicadas en Brasil y Perú en relación a los objetivos de la regulación.....	383

Parte III

CAPÍTULO 9. CONCLUSIONES	387
9.1. Validez de los supuestos de partida.....	387
9.1.1. La utilidad de poder recurrir a la regulación de flujos de capital.....	387
9.1.2. El estudio de caso como opción metodológica más adecuada.....	389
9.2. Regulación potencialmente eficaz pero con gran variedad en los resultados.....	390
9.3. Factores de contexto que limitan la eficacia potencial de la regulación.....	394
9.3.1. La regulación de los flujos de capital: permanente y compleja disyuntiva entre objetivos y costes.....	394
9.3.2. La magnitud de las amenazas y la dependencia de la inversión como determinantes de las decisiones de las autoridades.....	396
9.3.3. El margen de maniobra legal para regular los flujos de capital.....	402
9.4. Factores que influyen en la eficacia práctica de la regulación.....	403
9.4.1. La capacidad de adaptación de la regulación	403
9.4.2. Factores institucionales que promueven la capacidad de adaptación de la regulación	406
9.4.2.1. Implicación y coordinación de las instituciones.....	406
9.4.2.2. Experiencia institucional.....	408
9.4.2.3. Sistemas de recogida de información.....	409
9.4.3. La voluntad política como determinante básico de la eficacia de la regulación.....	410
9.4.4. Algunos síntomas indicativos de voluntad política	411
9.4.4.1. Variedad de medidas utilizadas.....	411
9.4.4.2. Capacidad de afectar al mercado de derivados.....	414
9.4.4.3. La terminología respecto a la regulación de la inversión.....	415
9.4.5. La mayor intensidad o duración de las medidas no minaría su eficacia.....	418
9.5. La importancia de los bancos domésticos.....	420
9.6. La relevancia de la correlación de fuerzas respecto a la regulación de flujos de capital	425
9.6.1. La relevancia genérica de la correlación de fuerzas.....	425
9.6.2. La correlación de fuerzas en las experiencias analizadas.....	426
9.6.3. Las dificultades políticas para regular preventivamente.....	432
9.6.4. Reflexión final: el debate político explícito como exigencia democrática.....	433
9.7. Perspectivas para futuras investigaciones.....	434
ANEXO I. LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA EFICACIA DE LA REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL	437
ANEXO II. INFORMACIÓN ESTADÍSTICA	444
ANEXO III. MEDIDAS DE REGULACIÓN DE FLUJOS DE CAPITAL CONSIDERADAS EN EL ANÁLISIS	449
ANEXO IV. LISTADO DE PERSONAS ENTREVISTADAS	453
ANEXO V. ANÁLISIS ECONÓMETRICO: VARIABLES UTILIZADAS	454
ANEXO VI. ANÁLISIS ECONÓMETRICO: MODELOS ESTIMADOS	468
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	487

LA REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL: UN ANÁLISIS DE LAS EXPERIENCIAS DE BRASIL, PERÚ E ISLANDIA

Resumen

Los flujos internacionales de capital y su regulación son fenómenos crecientemente relevantes en un mundo en el que las economías están cada vez más interrelacionadas. Fuente de indudables beneficios potenciales, la inversión internacional comporta también retos importantes para las autoridades de los países, tanto en el ámbito de las políticas macroeconómicas como en el de la estabilidad financiera.

La economía ha mostrado un gran interés por estas cuestiones como mínimo desde el final de la Segunda Guerra Mundial, cuando el recién creado Fondo Monetario Internacional se erigió en el centro de un nuevo sistema monetario cuya estabilidad descansaba en buena medida en el margen de maniobra que la regulación de los flujos de capital otorgaba a los gobiernos para conducir sus políticas domésticas, permitiendo un cierto aislamiento con respecto a la valoración que de éstas pudieran hacer los inversores internacionales.

Entre los años setenta y noventa del siglo XX, en el marco de una intensa y generalizada liberalización de los flujos de capital en todo el mundo, la regulación de estas transacciones fue crecientemente criticada desde la posición mayoritaria institucional y académica, siendo su progresiva desaparición vaticinada -y promovida- como un síntoma del creciente desarrollo económico y político de las sociedades y la mayor libertad que debía proporcionar a los agentes. Sin embargo, las turbulencias financieras cada vez más habituales durante los noventa alimentaron un serio cuestionamiento de esta visión, y ya en los años dos mil la regulación de los flujos de capital vuelve a ser una política utilizada cada vez por más países, una tendencia que no habría hecho sino agudizarse tras el estallido de la crisis financiera y económica mundial en 2008.

Así pues, tanto la relevancia económica de la inversión internacional como la importancia histórica y actualidad de la política pública que se ocupa de su regulación parecen justificar la pertinencia de esta Tesis Doctoral, que centra su objeto de estudio precisamente en estas dos cuestiones. Partiendo de una revisión de la literatura relevante, la aportación central de la Tesis se basa en el análisis comparado de tres experiencias con la inversión y su regulación, como son los casos de Brasil, Perú e Islandia en el periodo comprendido aproximadamente entre 2003 y 2013. Además de

analizar los retos que justifican la instauración de la regulación y el grado de eficacia que ésta alcanza para los objetivos inmediatos que se propone -afectar al volumen y/o composición de los flujos-, se pretende indagar también en un área relativamente desatendida por la literatura, pero que se antoja muy relevante, como es el conjunto de factores que impulsan y obstaculizan la eficacia de la política sometida a estudio.

Los resultados obtenidos parecen refrendar tanto los supuestos como las hipótesis de partida de la investigación. En primer lugar, parece positivo que los países puedan recurrir a la regulación de flujos de capital como una herramienta más de la política económica, principalmente para facilitar la gestión de la economía y disminuir preventivamente la posibilidad de sufrir crisis financieras, pero también para afrontar de forma reactiva dichas crisis en caso de que se produzcan; adicionalmente, la metodología del estudio de caso sería la más útil para aprender respecto a esta política pública, ya que no parecería existir conocimiento relevante y útil respecto a la regulación de los flujos de capital al margen de los contextos particulares en que ésta se aplica. En segundo lugar, la política analizada puede perfectamente ser eficaz, si bien el grado de cumplimiento de sus objetivos dependería fuertemente de cada caso. La tercera conclusión es que tanto la intensidad como la cobertura de las medidas aplicadas parecen incidir de forma importante en su eficacia. En cuarto lugar, la voluntad política que sostiene la aplicación de la regulación de flujos de capital parece el factor explicativo más importante del grado de eficacia alcanzado. De ahí derivarían otros factores explicativos intermedios de tipo institucional que a su vez se reflejarían en el determinante directo aparentemente más importante de la eficacia, como es la capacidad del entramado regulador para evolucionar con el tiempo adaptándose a la cambiante coyuntura para tratar de lograr los objetivos que se propone. En quinto lugar, se destaca el importante papel que juegan los bancos domésticos en todas las dinámicas que tienen que ver con la inversión entrante y su regulación.

El documento se organiza en nueve capítulos agrupados en tres partes. Tras un primer capítulo introductorio donde se detallan la relevancia de la temática y las cuestiones metodológicas referidas al conjunto de la Tesis, los capítulos segundo y tercero conforman la primera parte del trabajo, que trata de ofrecer una visión de la información más relevante que aporta la literatura anterior respecto al objeto de estudio. La principal aportación de la investigación se expone en la segunda parte, formada por cinco capítulos, del cuarto al octavo, en la que tras una breve introducción metodológica se analizan empíricamente las experiencias de Brasil, Perú e Islandia y se ofrece un análisis econométrico comparado de la eficacia de las regulaciones brasileña y peruana. La tercera y última parte de la Tesis consta de un solo capítulo, el noveno, donde se exponen y discuten las conclusiones del trabajo que se derivan de todo el análisis realizado.

CAPITAL FLOWS REGULATION: AN ANALYSIS OF THE EXPERIENCES OF BRAZIL, PERU AND ICELAND

Abstract

Both international capital flows and their regulation are increasingly relevant in a world in which economies are becoming more and more interrelated. International investment is an unquestionable source of potential benefits, but at the same time it entails challenges for national authorities, regarding both macroeconomic policy and financial stability.

Economic literature has shown great interest in these issues at least since the end of the Second World War, when the recently created International Monetary Fund became the centre of a new monetary system, whose stability depended to a great extent on the regulation of capital flows. This policy allowed countries to broaden the scope for counter-cyclical macroeconomic policies, providing governments with certain protection from international investors' behaviour.

Between the 1970s and the 1990s, an intense and generalized liberalization of capital flows took place, during which capital account regulation received increasingly intense critiques from mainstream academic literature and institutions. It was predicted- and fervently encouraged- that such policies would disappear as societies evolved towards acquiring higher degrees of political and economic development and providing citizens with increased economic freedom. However, huge financial turbulences during the nineties questioned this approach, and regulations of capital flows have again been implemented in many countries during the 2000s, especially after the outbreak of the financial and economic crisis in 2008.

The historical and current relevance of international investment and its regulation underpin our motivation for analysing these topics in this dissertation. The main contribution of the dissertation is the comparison of the experiences of Brazil, Peru and Iceland, involving intense capital inflows and their regulation between 2003 and 2013. The research is focused on the challenges that capital inflows involve and to which extent the regulation designed to tackle them has been effective affecting the volumen and/or the composition of these transactions. Also the main factors explaining the effectiveness are analysed, an area of great interest that has hardly been assessed by the literature so far.

The results seem to confirm the starting assumptions and hypotheses. Firstly, it seems positive that countries can resort to the regulation of capital flows seems, mainly to ease the macroeconomic management and curb the risk of financial turbulences and

crisis, but also to help manage such crisis, should they occur; additionally, the case study appears to be the most suitable methodology in order to pursue the main goal of the research, with specific historical experiences being the best sources of information. The second conclusion suggests that it is possible to achieve an effective regulation of capital flows, but said effectiveness strongly depends on the specific circumstances in which this policy is applied. More precisely, the intensity and coverage of the measures applied seem to play a role in this regard, which is the third conclusion. The fourth conclusion points out that the most relevant factor explaining the effectiveness of capital account regulation seems to be the political will backing its implementation. This appears to be the source of certain institutional features that lead to a proper calibration of this policy over time, which is apparently the most direct explanation for its effectiveness. The fifth conclusion emphasises the relevance of domestic banks regarding both capital inflows and its regulation.

This document is organized in nine chapters, grouped into three parts. After the first introductory chapter, which deals with general methodological aspects, the second and third chapters that make up the first part are aimed at presenting a landscape of the literature relevant to the analysis. The second part sets out the main contribution of the research, starting with an empirical introduction in the fourth chapter, followed by the case studies of Brazil, Peru and Iceland -chapters five to seven- and Chapter 8 that analyses econometrically the effectiveness of the Brazilian and Peruvian policies. The third part includes Chapter 9, where we formulate and explain the conclusions of the dissertation.

Listado de gráficos, cuadros, tablas y figuras

GRÁFICOS

5.1. Brasil (2006-2013): flujos brutos entrantes de capital distintos a la IED (datos en promedios móviles de cuatro meses).....	184
5.2. Brasil (2006-2013): flujos brutos entrantes totales distintos a la IED (datos en promedios móviles de 4 meses) y aversión al riesgo de los inversores.....	203
5.3. Brasil (2006-2013): flujos brutos entrantes totales distintos a la IED (datos en promedios móviles de 4 meses) y diferencial de tipos de interés real con el exterior.....	204
5.4. Brasil (2006-2013): flujos brutos de IED, cartera y otras inversiones (datos en promedios móviles de 4 meses, % del PIB anual).....	207
5.5. Brasil (2006-2013): Flujos entrantes de cartera (datos en promedios móviles de 4 meses), aversión al riesgo y diferencial de rentabilidades reales.....	208
5.6. Brasil: flujos no-IED (datos en promedios móviles de 4 meses) y tipo de cambio nominal BRL/USD (2006-2013); Tipo de cambio nominal BRL/USD y aversión al riesgo (2011).....	210
5.7. Brasil (2006-2013): flujos distintos a la IED (datos en promedios móviles de 4 meses), crecimiento del crédito, índice Bovespa y aversión al riesgo de los inversores.....	212
5.8. Brasil (2006-2013): diferenciales de tipos de interés nominal y real entre Brasil y el exterior....	213
6.1. Perú (2003-2013): flujos brutos entrantes no-IED (datos en promedios móviles de cuatro trimestres).....	233
6.2. Perú (2007-2013): requerimiento de reservas bancarias (monto medio exigible en PEN y USD como % del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje).....	248
6.3. Perú (2007-2013): flujos brutos entrantes no-IED (datos en promedios móviles de cuatro trimestres).....	251
6.4. Perú (2007-2013): flujos entrantes brutos no-IED (datos en promedios móviles de 4 trimestres).....	253
6.5. Perú (2007-2013): flujos entrantes brutos no-IED (datos en promedios móviles de 4 trimestres), diferencial de tipos de interés real con el exterior y aversión al riesgo de los inversores.....	254
6.6. Perú (2007-2013): flujos brutos entrantes y percepción del riesgo en los mercados internacionales (datos de inversión en promedios móviles de cuatro trimestres).....	255
6.7. Perú (2003-2013): crédito al sector privado, nivel y volatilidad del tipo de cambio.....	258
6.8. Perú (2007-2013): flujos brutos entrantes (datos en promedios móviles de cuatro trimestres) y crédito bancario al sector privado.....	259
7.1. Islandia (2000-2013): flujos brutos entrantes (% del PIB anual, datos en promedios móviles de cuatro trimestres).....	283
7.2. Islandia (2000-2013): flujos de inversión bruta y neta (% del PIB anual, datos en promedios móviles de cuatro trimestres).....	305
7.3. Islandia (2008-2012): bonos y letras del Tesoro; rentabilidades en el mercado primario para distintos plazos de vencimiento (%)......	307
8.1. Perú (2003-2013): otros flujos de inversión (% PIB anual).....	369
8.2. Perú (2003-2013): flujos de entrada hacia títulos de esterilización del Banco Central (% PIB anual) y medidas de regulación que los afectan.....	371
8.3. Perú: flujos de corto plazo hacia bancos (% PIB anual) e índice de regulación del encaje bancario.....	373
8.4. Perú (2003-2012): flujos de entrada de corto plazo (% PIB anual) y regulación sobre los flujos hacia títulos de esterilización del Banco Central.....	373

8.5. Perú (2003-2013): distintos índices de regulación de flujos de capital.....	374
8.6. Perú (2003-2013): flujos de entrada distintos a la IED y otras inversiones (% PIB anual).....	376

CUADROS

2.1. Revisión de literatura empírica sobre efectos de la regulación de flujos de capital: trabajos empíricos considerados.....	81
5.1. Brasil (2006-2013): medidas de regulación de flujos entrantes de capital.....	197
6.1. Perú (2007-2013): medidas de regulación de flujos entrantes de capital.....	246
8.1. Brasil (2006-2013): índices de regulación contruidos y ámbitos de regulación que se incluyen en el cómputo.....	337
8.2. Perú (2003-2013): índices de regulación contruidos y ámbitos de regulación que se incluyen en el cómputo.....	340
8.3. Variables utilizadas en el análisis econométrico de Brasil y Perú.....	345

TABLAS

2.1. Revisión de literatura empírica sobre efectos de la regulación de flujos de capital. Principales resultados.....	83
5.1. Brasil (1962-2013): indicadores macroeconómicos.....	180
5.2. Brasil (2006-2013): flujos brutos de entrada mensuales (% PIB anual).....	185
5.3. Brasil: dinámicas potencialmente peligrosas y riesgos a los que contribuyen.....	192
6.1. Perú (1960-2013): indicadores macroeconómicos	230
6.2. Perú (2007-2013): flujos brutos de entrada trimestrales (% PIB anual).....	234
6.3. Perú: dinámicas potencialmente peligrosas y riesgos a los que contribuyen.....	243
7.1. Islandia (1960-2013): indicadores macroeconómicos.....	281
7.2. Islandia (2003-2013): flujos brutos de entrada trimestrales (promedio de cada periodo en % del PIB anual).....	283
8.1. Brasil: variables de control útiles como descriptoras de los flujos entrantes (60 modelos estimados).....	358
8.2. Brasil: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital (60 modelos estimados).....	360
8.3. Brasil: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital en los modelos estimados considerando como regresoras variables que computan los flujos hacia países emergentes (71 modelos estimados).....	365
8.4. Perú: Variables de control útiles como descriptoras de los flujos entrantes (34 modelos estimados).....	367
8.5. Perú: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital (34 modelos estimados).....	368
8.6. Perú: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital en los modelos estimados considerando como regresoras variables que computan los flujos hacia países emergentes (54 modelos estimados).....	377

FIGURAS

4.1. Cobertura de riesgo de cambio para compra de divisas a plazo	175
5.1. Brasil: vías de entrada de inversión y conexión con circuitos financieros domésticos.....	187
5.2. Brasil: vías de entrada de inversión. Problemas y riesgos generados.....	190
6.1. Perú: vías de entrada de inversión y conexión con circuitos financieros domésticos.....	236
6.2. Perú: vías de entrada para la inversión. Problemas y riesgos generados.....	242
7.1. Islandia: vías de entrada de inversión y conexión con circuitos financieros domésticos.....	285
7.2. Islandia: vías de entrada para la inversión. Problemas y riesgos generados.....	290
7.3. Islandia (2009-2012): funcionamiento del mercado de deuda pública.....	309

Siglas

AELC	Asociación Europea de Libre Comercio (European Free Trade Association)
ADR	American Depository Receipts
AREAER	Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions
ARIMA	Autoregressive Integrated Moving Average
BRL	Identificador estándar internacional (ISO 4217) del Real (divisa brasileña)
CBI	Central Bank of Iceland
CCS	Cross currency swap
EEE	Espacio Económico Europeo (Economic European Area)
EMBI	Emerging Markets Bonds Index (elaborado por JP Morgan)
EUR	Identificador estándar internacional (ISO 4217) del Euro (divisa común europea)
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GATS	General Agreement on Trade in Services
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
IED	Inversión Extranjera Directa
IMF	International Monetary Fund
IOF	Impôsto sôbre Operações Financeiras
ISK	Identificador estándar internacional (ISO 4217) de la Corona Islandesa (divisa de Islandia)
LIBOR	London InterBank Offered Rate
NDF	Non delivery forward
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OMC	Organización Mundial del Comercio (World Trade Organization)
OTC	Over the Counter
PA	Pré-pagamento de Exportação
PEN	Identificador estándar internacional (ISO 4217) del Nuevo Sol (divisa de Perú)
SBS	Superintendencia de Bancos, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones
SIC	Special Investigation Commission (Islandia)
USD	Identificador estándar internacional (ISO 4217) del Dólar de Estados Unidos
VIX	Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Planteamiento de la investigación y delimitación del objeto de estudio

Los flujos internacionales de capital son una de las principales señas de identidad de la actual oleada globalizadora, iniciada entre los setenta y los ochenta del siglo XX, y suscitan intensos debates académicos y políticos desde hace décadas. En el ámbito de la economía, tanto desde la teoría como desde el análisis empírico se discute sobre las consecuencias positivas que tiene la inversión para el país que la recibe, pero también sobre los riesgos y problemas macroeconómicos que puede comportar. La controversia está igualmente viva respecto a la regulación de dicha inversión, particularmente centrada en la cuestión de su eficacia.

El debate político es también muy activo, dando lugar a recomendaciones de muy diverso signo respecto al papel que las autoridades de los países deben asumir en materia de regulación de la inversión internacional. Parece claro que flujos de capital y regulación de los mismos son ámbitos de debate inevitablemente ligados, en lo económico y en lo político, pues no en vano la justificación o la crítica a la regulación está estrechamente relacionada con el balance económico que se defiende como más acertado de los beneficios y problemas que la inversión internacional comporta.

Un breve repaso de la historia económica mundial desde el final de la Segunda Guerra Mundial ofrece una buena muestra del recorrido y vigencia actual de los mencionados debates. El sistema monetario internacional de Bretton Woods, diseñado en 1944, otorgaba un gran protagonismo a la regulación de la inversión internacional como uno de sus principales mecanismos de estabilización. Entre las décadas de los setenta y los noventa del siglo XX la gran mayoría de países del mundo experimentaron un tránsito, no exento de grandes controversias, hacia una mayor liberalización de los flujos de capital, pero la regulación de estas transacciones habría vuelto a ser una cuestión de plena actualidad a partir de los dos mil, especialmente después de la crisis mundial que estalla en 2008.

En definitiva, parece haber motivos económicos, políticos e históricos para justificar

que desde el ámbito académico se preste atención a la inversión internacional y su regulación. Son precisamente estos dos fenómenos los que conforman el objeto de estudio de la presente Tesis Doctoral. Más concretamente, el análisis se centrará en los riesgos y problemas a los que pueden potencialmente contribuir los flujos brutos de entrada de capital -o "flujos de entrada" para simplificar- distintos de la inversión extranjera directa, así como en la regulación de los flujos de capital, que constituye la respuesta de política pública a los mencionados problemas. Se prestará especial atención a los casos de Brasil, Perú e Islandia en el periodo que comprende las dos épocas de extraordinaria liquidez internacional y dinamismo de los flujos brutos de capital en el mundo -especialmente hacia países emergentes- que tienen lugar antes y después del colapso de Lehman Brothers, primero entre 2005-2008 y posteriormente entre 2009-2012.¹

Vale la pena describir con algo más de detalle cada uno de los dos ámbitos mencionados, comenzando por los flujos brutos de capital entrante. Según la definición del Fondo Monetario Internacional (en lo sucesivo International Monetary Fund o IMF), un flujo de capital es una transacción financiera transfronteriza entre dos agentes, registrada en la cuenta financiera de la balanza de pagos de los países en los que dichos agentes residen (International Monetary Fund, 2011a, p. 125).² Los flujos de capital contribuyen a modificar el total de activos y pasivos del país en cuestión con el resto del mundo, cuyo balance se conoce como Posición Inversora Internacional.³ Existen cinco tipos de flujos de capital (International Monetary Fund, 2011b, p. 100,134): inversión directa, inversión de cartera, otras inversiones -donde se incluyen por ejemplo los depósitos y préstamos bancarios-, transacciones con derivados financieros y transacciones con activos de reserva del país.

Los flujos brutos de capital entrante en una economía son las transacciones -flujos de capital- que provocan cambios en su pasivo total con el resto del mundo -o pasivo externo- a lo largo del periodo considerado (International Monetary Fund, 2011b, chap.

1 En este trabajo la categoría "país emergente" se utiliza sin ninguna pretensión más allá de aludir genéricamente a países que no están entre las economías más ricas, pero que al mismo tiempo presentan un elevado atractivo para la inversión internacional. Orientativamente puede tomarse como referencia el criterio del *World Economic Outlook* del IMF (n.d.), donde se identifican 35 "economías avanzadas", pudiendo por lo tanto identificarse como países emergentes los más atractivos para los inversores de entre los 153 restantes. Islandia no es un país emergente, pero su experiencia con la inversión extranjera entrante es muy relevante e ilustrativa, y con muchas similitudes con la de algunos países emergentes, como se justificará a lo largo del texto.

2 Muchos autores se refieren a la cuenta financiera con el nombre que recibía esta partida hasta 1993, que era "cuenta de capital" (International Monetary Fund, 2011b, p. 216). En este trabajo se adopta la nomenclatura actual, seguida en el *Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual* (International Monetary Fund, 2011b), según la cual la partida donde se anotan los flujos de capital es la cuenta financiera.

3 La Posición Inversora Internacional no solo se modifica como consecuencia de los flujos de capital, sino también de los cambios de valoración en los activos y pasivos que la componen y que se computan en el documento "Otros cambios en la contabilidad de activos y pasivos financieros" (International Monetary Fund, 2011b, p. 7).

2). Los flujos brutos de entrada positivos se anotan como créditos (cobros al exterior) e incrementan el pasivo exterior de la economía porque reflejan la nueva financiación captada. Los flujos brutos de entrada negativos se anotan como débitos (pagos al exterior) y disminuyen el pasivo exterior de la economía porque reflejan el volumen de pasivo del que el país se ha liberado, bien porque ha vencido o bien porque se han recomprado activos en su día vendidos a no residentes. El flujo bruto de capital entrante total, o simplemente flujo bruto de entrada, es el incremento neto del pasivo exterior de la economía, y se obtiene agregando todos los flujos entrantes positivos (incrementos del pasivo exterior) y restándole el total de los flujos entrantes negativos (disminuciones del pasivo exterior). Un flujo bruto entrante positivo (negativo) contribuye a que la posición inversora internacional de un país se vuelva más (menos) deudora o menos (más) acreedora durante el periodo considerado.

Análogamente al flujo bruto de entrada, el flujo bruto de salida es el incremento neto del activo de la economía con el resto del mundo o activo exterior.⁴ Un flujo bruto de salida positivo (negativo) contribuye a que la posición inversora internacional del país se vuelva más (menos) acreedora y menos (más) deudora. Por último, el flujo neto de entrada hacia una economía es lo que se conoce como cuenta financiera total, que informa del incremento del pasivo exterior neto de la economía, calculado como el incremento neto del pasivo exterior (flujo bruto de entrada) menos el incremento neto del activo exterior (flujo bruto de salida). Un flujo neto positivo (negativo) indica que en ese ejercicio la posición inversora internacional se ha vuelto más (menos) deudora o menos (más) acreedora frente al resto del mundo.

El flujo neto de capital o cuenta financiera es la magnitud a la que más habitualmente se refieren los análisis que se interesan por la inversión internacional. Este enfoque puede ser sin duda adecuado en muchas ocasiones, por ejemplo cuando lo que interesa son los desequilibrios comerciales, que pueden reflejarse al menos en parte en la cuenta financiera total, o el comportamiento del tipo de cambio, variable sobre la que, entre otras variables, influyen tanto la inversión que entra como la que sale de un país. Ahora bien, la presente investigación se interesa por los potenciales retos y problemas que puede generar la inversión internacional que entra en una economía, y es por ello que la variable estadística de interés debe ser necesariamente el flujo bruto de entrada, que en el presente texto se denominará en ocasiones “flujo de entrada” por simplicidad, el cual suele tener además un comportamiento muy distinto del flujo neto

4 Los flujos brutos de salida positivos se anotan como débitos e incrementan el activo exterior de la economía reflejando la nueva financiación que el país ha ofrecido al resto del mundo durante el ejercicio; los flujos brutos de salida negativos se anotan como créditos y disminuyen el activo exterior de la economía reflejando el vencimiento de activos exteriores existentes o bien su reventa, previa al vencimiento, a inversores no residentes. El flujo bruto de salida total es la suma de flujos brutos de salida positivos menos la suma de flujos brutos de salida negativos.

de entrada, concretamente presentando mayores volúmenes relativos al tamaño de la economía y mayor volatilidad (Broner et al., 2013).

Se excluye del ámbito de análisis la inversión extranjera directa, pues los retos y problemas asociados a los flujos de capital por los que se interesa esta investigación -principalmente el margen para las políticas macroeconómicas y los riesgos financieros- se relacionan sobre todo con la inversión de cartera, otras inversiones y las transacciones con derivados. Estas partidas son las más volátiles, pues en ellas se llevan a cabo las operaciones de menor plazo de vencimiento, y su comportamiento está fuertemente conectado con el curso de los mercados financieros internacionales. En cambio, la inversión extranjera, sin duda un fenómeno potencialmente muy relevante para las economías receptoras, mostraría en general una menor conexión con los fenómenos que se analizan en este trabajo, en parte porque su lógica sería en general de medio y largo plazo.

El segundo ámbito de interés para esta Tesis Doctoral es la regulación de los flujos de capital como política pública que trata de afrontar los problemas y retos a que puede dar lugar la inversión entrante. Esta política puede aplicarse preventiva -tratando de anticiparse a los problemas- o reactivamente -actuando cuando éstos ya son patentes- y se traduciría en la práctica en un abanico muy amplio de herramientas (Erten y Ocampo, 2013; Gallagher, 2012a, p. 3; Ocampo, 2015, pp. 15–17; Ostry et al., 2012a; Schindler, 2009), que a grandes rasgos pueden categorizarse en dos grandes grupos: por una parte, las medidas de precios que actúan imponiendo un coste a los agentes, como por ejemplo los impuestos por la adquisición de activos o los requerimientos de reservas a los bancos por determinados tipos de pasivos; por otra parte, las medidas administrativas o restricciones cuantitativas que suponen una restricción de comportamientos, como por ejemplo la prohibición o limitación de determinadas transacciones.

Tanto si las medidas son de precios como si son administrativas, hay matices adicionales muy relevantes, como la posibilidad de que se apliquen a todos los agentes por igual o discriminen en función de su residencia, por ejemplo actuando en exclusiva sobre los inversores extranjeros. Por último, cabe apuntar que la regulación de los flujos de capital suele encuadrarse dentro de la política de regulación prudencial financiera, con un protagonismo relevante de la autoridad monetaria y el regulador y supervisor financiero, pero también puede involucrar a los Gobiernos, sobre todo en la medida en que se utilicen medidas impositivas.

En cuanto a la política de regulación de flujos de capital, esta Tesis se interesa por dos

cuestiones. Por una parte, la eficacia de esta política para lograr los objetivos inmediatos que se propone, los cuales implican siempre afectar al volumen y/o la composición de algunas o todas las partidas de la inversión. Por otra parte, son también objeto de interés los elementos que parecen explicar el grado de eficacia detectado, una cuestión que ha sido relativamente desatendida por la literatura, mayoritariamente concentrada en el diagnóstico de la eficacia.⁵

En resumen, el planteamiento que motiva esta investigación es conocer mejor este doble objeto de estudio, los retos que comporta la inversión entrante y la eficacia de la regulación de los flujos de capital como respuesta a dichos retos, con la pretensión de nutrir futuros procesos de diseño, aplicación y seguimiento de esta política pública.

1.2. Supuestos de partida e hipótesis de la investigación

Parece necesario hacer explícitos tres supuestos que se asumen como punto de partida para investigar el objeto de estudio que se ha delimitado.

- *Primer supuesto:* existirían suficientes argumentos, de raíz tanto teórica como empírica, para argumentar que es positivo que los países puedan recurrir a la regulación de los flujos de capital, de forma apropiada a su contexto particular, como una herramienta más de política económica.

Este supuesto refleja el estado actualmente mayoritario de opinión respecto a la regulación de los flujos de capital, tanto en el ámbito académico como institucional. Muy distinta era la posición predominante durante los ochenta y los noventa del siglo XX, cuando se entendía que la liberalización de los flujos de capital era un proceso incuestionablemente positivo, que como mucho podría modularse para graduar adecuadamente su avance. La abundancia e intensidad de las turbulencias financieras durante los noventa, junto con nuevos desarrollos teóricos y una cada vez más extensa evidencia empírica respecto a los efectos de la inversión y de su regulación, habrían favorecido el surgimiento y afianzamiento de la posición actual, más pragmática. Según ésta, la regulación de flujos de capital puede y debe considerarse como una política económica más, con sus limitaciones pero al mismo tiempo potencialmente útil para una adecuada gestión macroeconómica y prudencial de las economías. Cabe recalcar que este supuesto no implica afirmar que sea deseable que toda

5 En este sentido, Gallagher *et al.* (2012, p. 8) se hacen eco de la abundante literatura que señala que la regulación de flujos de capital puede ser eficaz, pero señalan al mismo tiempo que “*existe hasta el momento escasa investigación respecto a cómo los países diseñan y ajustan administrativamente dichas regulaciones para que sean exitosas*” (traducción del autor a partir del original en inglés).

economía regule en todo momento sus flujos entrantes, o que lo deba hacer de una determinada forma, sino que es positivo que esta herramienta de política económica esté disponible para las autoridades, sin que ello suponga prejuzgar nada respecto a los efectos que pueda provocar en la práctica.

- *Segundo supuesto:* la regulación de los flujos de capital admite muchas concreciones distintas, en función del contexto de aplicación, el tipo de herramientas utilizadas y cómo se apliquen en la práctica, y no parece sensato pensar que en todos los casos la eficacia lograda por la regulación sea la misma.

Este segundo supuesto se deriva de una consideración previa que se asume como válida, como es la imposibilidad de asociar efectos genéricos -positivos o negativos- a una política pública, al margen del contexto particular en que dicha política se aplique y la forma en que se ponga en práctica. Puede encontrarse también abundante sustento para este segundo supuesto en la literatura empírica, donde se hace patente la enorme diversidad de resultados que es posible esperar de la regulación de los flujos de capital, dependiendo de cuál sea el caso concreto analizado.

- *Tercer supuesto:* la vía que parece más fructífera para aprender tanto sobre los retos que comporta la inversión internacional para los países como sobre la regulación que trata de afrontar dichos retos será probablemente el análisis de experiencias concretas.

Dada la imposibilidad de asociar efectos genéricos a la regulación de los flujos de capital -segundo supuesto-, no parece muy útil abordar una investigación centrada en esta política a partir de un análisis de sección cruzada, cuyo propósito es precisamente extraer rasgos esenciales del fenómeno analizado, aquellos que podrían quedar velados por rasgos particulares o anecdóticos en un estudio de caso, pero que serían identificables en el estudio basado en una muestra extensa de experiencias. Parece mucho más prometedor, en cambio, abordar el análisis de experiencias concretas, tratando de comprender las circunstancias que en cada una de ellas ayudan a comprender por qué la regulación de los flujos de capital arroja un determinado resultado.

Una vez clarificados los supuestos de los que se parte, es pertinente también hacer una advertencia. La Tesis no se centra en juzgar la pertinencia de la política de regulación de flujos de capital en las experiencias que se analizan, sino su eficacia

para los objetivos que se propone. La cuestión de la pertinencia exigiría un análisis muy distinto, considerando no tan solo cuán eficaz es la política analizada para la consecución de sus objetivos, sino sobre todo qué beneficios supone eso para la economía, qué costes ha comportado y cuál es el balance entre ambos, cuestiones que quedan al margen del centro del objeto de estudio.

Ahora bien, dado que la investigación aspira a extraer aprendizajes útiles, será inevitable en algunos momentos aludir a las cuestiones de la pertinencia y los costes -aunque nunca como objeto central de análisis- cuando sea necesario para la adecuada comprensión de las experiencias analizadas y su comparación para extraer conclusiones. Los costes que comporta la regulación de los flujos de capital constituyen una cuestión muy presente en toda la literatura empírica repasada, y es por ello que la investigación ha tratado de prestar atención a este aspecto, en la medida de lo posible. Por ejemplo, habría sin duda un coste de la regulación en términos de inversión desincentivada, coste que no se ha tratado de cuantificar pero al que se aludirá en las conclusiones porque parece un factor útil para entender el tipo de medidas que se aplican y, derivado de ello, la eficacia de las mismas. Más allá de esto, la evidencia no apunta a que la regulación, en las experiencias analizadas, haya comportado costes relevantes en términos de corrupción o de cualquier otro tipo, motivo por el cual este ámbito no tiene gran visibilidad en los estudios de caso. Sin embargo, de ahí no debe inferirse que se esté diagnosticando la ausencia de dichos costes, pues esta cuestión no se ha analizado en profundidad.

Cabe reseñar que el caso de Islandia en este sentido es excepcional, como lo es su regulación de flujos de capital y el contexto en el que se aplica, pues los costes que comporta la regulación islandesa y su pertinencia -si Islandia hizo bien regulando de forma tan restrictiva a partir de octubre de 2008- han sido objeto de una discusión académica muy intensa. La Tesis refleja esta discusión y ofrece un juicio razonado respecto a la misma, porque de no hacerlo el relato del caso quedaría incompleto, pero ello no altera el planteamiento que se ha expuesto, en el sentido de que los costes de la regulación y la pertinencia de la misma -balance entre costes y beneficios- no son una parte central del objeto de estudio.

Una vez hecha esta advertencia, y partiendo de los tres supuestos detallados, se elaboran cuatro hipótesis para la investigación.

- *Primera hipótesis:* la regulación de los flujos de capital, adecuadamente diseñada, puede ser eficaz para el objetivo inmediato que se propone, como es afectar al volumen y/o composición de los flujos de capital.

- *Segunda hipótesis:* la eficacia de la regulación de los flujos de capital se ve afectada por su intensidad, que debe por lo menos ser suficiente para influir en las decisiones de los agentes. Dicho de otro modo, una regulación puede ser ineficaz por ser demasiado tímida.
- *Tercera hipótesis:* la eficacia de la regulación de los flujos de capital se ve afectada por su grado de cobertura. Cuanto mayor sea ésta, lo que implica que un mayor abanico de transacciones están afectadas por la regulación, más fácil es que la regulación sea eficaz porque se vuelve más difícil sortear las medidas en vigor estableciendo nuevos circuitos inversores a salvo de los costes que dichas medidas imponen.
- *Cuarta hipótesis:* el ámbito político es donde podrían encontrarse los determinantes más profundos que ayuden a explicar por qué la regulación de los flujos de capital logra ser más eficaz en unos casos que en otros.

1.3. Metodología

Para llevar a cabo la presente investigación se han adoptado decisiones metodológicas que conviene clarificar. En primer lugar, para afrontar los estudios de caso es imprescindible un marco analítico que oriente la búsqueda de evidencia y facilite la organización e interpretación de la misma. Ahora bien, no puede olvidarse que dicho marco, en tanto estructura de referencia, en cierto modo limita y condiciona la evidencia que podrá desvelarse mediante el análisis, pues aquello que queda fuera del marco de análisis difícilmente será detectado e identificado como relevante.

Así, para no limitar el campo de visión se opta por conformar un marco de análisis económico tan rico como sea posible, teniendo en cuenta para ello cuantas intuiciones teóricas y hechos empíricos constatados se antojen útiles para comprender todo lo que atañe a los fenómenos de la inversión internacional y su regulación. No es el eclecticismo lo que inspira este planteamiento, sino el reconocimiento de que la realidad económica es tan compleja que no parece sensato descartar a priori ninguna de las aportaciones que la economía pueda ofrecer para abordar su análisis. Será la utilidad de dichas aportaciones como herramientas de comprensión de la realidad, y no un juicio previo de las mismas, la que determinará en qué medida se incorporan al marco analítico de referencia conformado para abordar los estudios de caso.

Una segunda decisión metodológica relevante es optar por la comparación de tres

estudios de caso centrados en las experiencias de Brasil, Perú e Islandia. Los casos seleccionados son relevantes y al mismo tiempo diversos, lo que permitirá establecer una comparación interesante entre ellos. Brasil y Perú son ejemplos de países que, a partir de 2007 pero especialmente de 2009, deciden afrontar la fuerte afluencia inversora mediante regulación preventiva de flujos de capital. Ahora bien, se trata de regulaciones con características diferentes, en el caso de Brasil muy centrada en la herramienta impositiva sobre el inversor extranjero, y en el caso de Perú volcada en gran medida en desincentivar mediante regulación prudencial que los bancos domésticos asuman pasivos considerados arriesgados con el exterior.

Por su parte, en Islandia la fuerte afluencia inversora a partir de 2003 no recibe respuesta preventiva alguna por parte de la regulación, lo que contribuye a generar el contexto en el que se produce el colapso de todo su sistema bancario en octubre de 2008, momento en el que se instaura una intensa regulación de flujos de capital de carácter reactivo. El claro contraste que supone analizar Islandia -economía entre las más ricas del mundo con una regulación reactiva- junto con Brasil y Perú -economías emergentes con regulación preventiva- es precisamente lo que hace interesante el análisis comparativo, porque incrementa la relevancia de las conclusiones que dicho análisis puede ofrecer.

La tercera decisión metodológica se refiere a las técnicas de análisis utilizadas. De forma consistente con lo razonado respecto al marco analítico de referencia, la complejidad de los fenómenos que se analizan sugiere recurrir a una variada gama de técnicas de investigación, cada una con sus fortalezas y debilidades, a fin de que los resultados obtenidos sean razonablemente robustos. Así, se lleva a cabo por una parte una revisión de literatura académica e institucional y de legislación relevante para la materia analizada. Por otra parte, se utiliza también el análisis estadístico y econométrico de información cuantitativa. Específicamente, el análisis econométrico se aplica a los casos de Brasil y Perú pero no al de Islandia, por las particularidades de esta experiencia que se discutirán en el texto.

Por último, se llevan a cabo entrevistas semiestructuradas con personas implicadas en la gestión y aplicación de las políticas de regulación analizadas o del ámbito académico. Esta última técnica de investigación cualitativa ha podido utilizarse solamente para analizar los casos de Brasil y Perú, países en los que pudieron realizarse estancias presenciales, pero constituye sin duda uno de los elementos metodológicos más relevantes de la presente investigación, al menos por dos razones. En primer lugar, las impresiones directas ofrecidas por personas que conocen de primera mano la experiencia de regulación que se analiza permiten comprender dicha

política mucho mejor que si se recurriera solamente a la literatura académica o institucional, por extensa que fuera. En segundo lugar, la evidencia cualitativa recogida mediante la realización de entrevistas es relativamente poco habitual en la literatura, lo que supone un rasgo diferencial de la presente investigación. En suma, una buena parte de la aportación que pretende hacer esta Tesis es deudora de la contribución hecha por las personas entrevistadas, cuya amabilidad dedicando su tiempo a compartir conocimientos y experiencias no puede nunca agradecerse lo suficiente.

El proceso de investigación seguido para la elaboración de la presente Tesis puede estructurarse en tres fases. En una primera fase de escritorio tuvo gran relevancia la revisión de literatura centrada en los flujos internacionales de capital y su regulación, tanto en términos genéricos como en concreto respecto a las experiencias analizadas. Dicha revisión permitió esbozar un primer marco conceptual de análisis en el que se destacaban las principales cuestiones que probablemente serían de interés en los estudios de caso. La segunda fase fue la del análisis concreto y profundo de las experiencias de regulación de Brasil, Perú e Islandia, incluyendo el trabajo de campo para la realización de entrevistas en Brasil y Perú así como, posteriormente, el análisis econométrico de la eficacia de la regulación en dichos países. Por último, una tercera fase, de nuevo de escritorio, se dedicó principalmente a redactar los capítulos del documento, lo que exigió una nueva revisión de toda la información recabada, a fin de ofrecer una exposición consistente de la misma.

Las tres fases mencionadas deben entenderse desde un punto de vista lógico, y no tanto como periodos estancos temporalmente, pues de hecho hay un relativo solapamiento e interrelación entre ellas. Por ejemplo, el análisis de caso de Islandia toma como punto de partida una investigación publicada con anterioridad, que ofrece ya algunas pistas sobre las cuestiones relevantes en materia de inversión internacional y su regulación que sirven para orientar la elaboración del marco analítico. Así, el primer esbozo de dicho marco habría servido para afrontar inicialmente los estudios de caso, pero se habría visto sucesivamente modificado y enriquecido a medida que las propias experiencias analizadas iban ofreciendo nuevas evidencias.

Para concluir este epígrafe dedicado a la metodología, cabe señalar algunas de las limitaciones del presente trabajo, algo útil para situar adecuadamente el alcance de las conclusiones que de él se deriven. Una primera limitación es la imposibilidad de ofrecer diagnósticos cerrados y definitivos sobre las cuestiones que se analizan, un hecho inevitable que deriva principalmente de la complejidad de un objeto de análisis como es la incidencia de una política pública en la realidad económica. En este sentido, la utilización de diversas herramientas de análisis y la conformación de

marcos de referencia amplios parecen opciones adecuadas para mejorar la robustez de los hallazgos, pero en ningún caso puede aspirarse a domesticar la inevitable complejidad del objeto de estudio. Esta primera y fundamental limitación obliga a una permanente prudencia a la hora de extraer conclusiones de la investigación realizada.

Una segunda limitación es que los recursos económicos no han sido suficientes para sufragar una estancia en Islandia, que habría permitido llevar a cabo un trabajo cualitativo de entrevistas como el realizado para los casos de Brasil y Perú. Así, el análisis de la experiencia islandesa descansa de forma casi total en la revisión de literatura, lo cual resta algo de robustez a los resultados obtenidos en comparación con los que se derivan de los casos de Brasil y Perú. Es cierto que el caso de Islandia es claramente distinto de los otros dos, y que el tipo de regulación que allí se aplica -extraordinariamente restrictiva- sugiere un diagnóstico menos matizado respecto a su eficacia. Ello haría que el trabajo de investigación cualitativa, potencialmente más relevante cuantos más claroscuros hay en las cuestiones analizadas, quizá no constituyera una aportación tan determinante en el caso de Islandia como en los de Brasil y Perú, pero está claro que habría sido sin duda relevante y que su ausencia debe considerarse como una carencia.

Una tercera limitación se refiere al análisis de eficacia de la regulación de los flujos de capital en las tres experiencias analizadas. La investigación se centra en detectar los efectos que más directamente pueden atribuirse, si es el caso y con las debidas cautelas, a esta política, y que constituyen sus objetivos inmediatos como son la alteración del volumen y la composición de los flujos de inversión. Esto parece recomendable para acotar lo más posible el ámbito de estudio. Ahora bien, existen otros efectos posibles -de tipo indirecto, pues son derivados de los efectos sobre el volumen y la composición de los flujos-, por ejemplo sobre los tipos de interés o el tipo de cambio, que son analizados a título meramente ilustrativo pero que de recibir una mayor atención permitirían sin duda un diagnóstico más afinado y fiable respecto al grado de eficacia alcanzado por la regulación analizada.

Una cuarta limitación se refiere a una dinámica que habitualmente preocupa a los reguladores en relación a la inversión internacional, como es la participación de los agentes domésticos, especialmente pero no en exclusiva bancos, en transacciones financieras internacionales utilizando otras divisas que no son la moneda propia del país en cuestión. Un análisis particular de estas dinámicas sería potencialmente de gran interés, pero no es posible desde una óptica macroeconómica porque los datos de la balanza de pagos no desagregan las transacciones en función de la divisa en la que se llevan a cabo, con lo que no es posible distinguir los flujos de capital que

generan en los agentes obligaciones en divisas extranjeras. Así, los razonamientos en torno a estas cuestiones deberán abordarse siempre indirectamente a partir de los datos que ofrezca la literatura institucional o académica.

Por último, la quinta limitación que se quiere destacar es que algunos de los factores que son útiles para comprender los fenómenos sometidos a estudio -y que tienen que ver con las esfera política, sociológica o histórica de los países examinados- se abordan inevitablemente con una menor profundidad que los elementos más circunscritos a la economía, como por ejemplo los que aluden al tipo de medidas aplicadas o su eficacia en la práctica. De nuevo esto responde a la necesidad de acotar en lo posible el objeto de estudio, pero es evidente que una atención más detallada a dichas cuestiones habría permitido un análisis aún más rico.

1.4. Estructura del documento

Después de este primer capítulo de introducción, la presente Tesis se estructura en otros ocho capítulos distribuidos en tres partes. La primera parte de la Tesis está formada por los capítulos segundo y tercero. El capítulo segundo repasa las distintas aportaciones de la ciencia económica, teórica y empírica, que pueden ser útiles para comprender la inversión internacional y su regulación, mientras el capítulo tercero ofrece un repaso histórico de cómo ha ido cambiando la visión que merecían estos fenómenos desde la segunda mitad del siglo XX hasta principios del siglo XXI. Esta primera parte pretende ubicar debidamente las cuestiones que se analizan en los debates académico y político, con una suficiente perspectiva histórica, y permite identificar ya algunas cuestiones potencialmente relevantes que servirán como un primer esbozo de marco de referencia para afrontar los estudios de caso.

La segunda parte de la Tesis, formada por cinco capítulos, constituye el núcleo principal de la investigación y se dedica al análisis de experiencias concretas de regulación de los flujos de capital. El capítulo cuarto es una breve introducción metodológica en la que, además de algunas cuestiones de interés a título descriptivo, se expone el marco de análisis específico con el que se abordan los estudios de caso, a partir del cual se estructurará la información ofrecida en los mismos y se discutirán los resultados obtenidos. Este marco de referencia parte del esbozado en la primera parte de la investigación, y se ve enriquecido gracias a la evidencia recogida al analizar las experiencias sometidas a estudio. Los capítulos quinto, sexto y séptimo se dedican a los estudios de caso de Brasil, Perú e Islandia, respectivamente. Esta segunda parte de la Tesis se cierra con el capítulo octavo, donde se expone un

análisis econométrico comparado de la eficacia de la regulación de flujos de capital de Brasil y Perú.

La tercera y última parte del trabajo consta de un solo capítulo, el noveno, dedicado principalmente a exponer las conclusiones que pueden derivarse de lo expuesto en las dos partes anteriores, especialmente en la segunda. Se incluye adicionalmente un último epígrafe en el que se discuten algunas posibilidades respecto a líneas futuras de investigación que podrían derivarse del presente trabajo.

Como complemento a los nueve capítulos referidos, este documento incluye también seis anexos, dedicados a la revisión de literatura empírica respecto a la eficacia de la regulación de los flujos de capital (anexo I), a la explicación detallada de los datos estadísticos presentados en cuadros y gráficos en los distintos capítulos de la Tesis (anexo II), al listado pormenorizado de todas las medidas de regulación de flujos de capital que se han considerado en cada uno de los tres estudios de caso (anexo III), al listado de personas entrevistadas para los estudios de caso de Perú y Brasil (anexo IV), a la descripción detallada de las variables utilizadas en el análisis econométrico del capítulo octavo (anexo V) y, por último, a los modelos econométricos estimados para la elaboración de dicho capítulo (anexo VI).

Parte I

CAPÍTULO 2. LOS FLUJOS DE CAPITAL Y SU REGULACIÓN: REPASO DE LA LITERATURA ECONÓMICA

Este capítulo pretende ofrecer una panorámica de la literatura teórica y empírica que analizan tanto la incidencia que tienen en las economías los flujos de capital – descartando la literatura centrada en exclusiva en la inversión extranjera directa- como la regulación de los mismos. No se trata de hacer un repaso exhaustivo de las aportaciones relevantes, ni tampoco una descripción profunda de las mismas, sino simplemente de identificar cuestiones merecedoras de atención que ayuden a conformar un marco de análisis útil para el presente trabajo. Tampoco se pretende construir una categorización firme de los trabajos repasados, y por ello la forma en que se presentan trata de buscar simplemente la claridad en la exposición.

Las aportaciones revisadas se organizan en siete epígrafes, cinco de ellos dedicados a distintos ámbitos y fenómenos económicos donde los flujos de capital tienen un papel relevante y dos más que reúnen trabajos teóricos y empíricos centrados específicamente en el papel de la regulación de los flujos de capital. El octavo y último epígrafe ofrece algunas reflexiones surgidas del repaso de literatura realizado.

2.1. Los mercados financieros en equilibrio competitivo

2.1.1. El modelo de equilibrio general competitivo con incertidumbre

Un primer enfoque analítico para analizar el comportamiento de los mercados financieros, y en particular los flujos internacionales de capital, es el modelo de equilibrio general competitivo con incertidumbre.

La economía descrita genéricamente por un modelo básico de equilibrio general competitivo es la formada por dos tipos de agentes, consumidores y empresas, que comercian con el propósito de maximizar respectivamente su utilidad y sus beneficios por medio de una institución denominada mercado (Mas-Colell et al., 1995, pp. 307–309). Arrow y Debreu extienden este marco de referencia para modelizar una

economía sometida a un futuro incierto que afecta a la toma de decisiones económicas de los agentes en el presente (Arrow y Debreu, 1954; Debreu, 1959). Para ello introducen la noción de incertidumbre (Lavoie, 1992, p. 42; Mas-Colell et al., 1995, chap. 6), entendida como la situación en la que los agentes no conocen con certeza lo que acontecerá en el futuro, pero sí todas las posibilidades existentes y la probabilidad asociada a cada una de ellas, y definen también un “bien contingente” o “activo contingente Arrow-Debreu” como un derecho a recibir una determinada cantidad de un bien si y solo si se produce en el futuro un estado del mundo especificado previamente (Mas-Colell et al., 1995, p. 688; Obstfeld y Taylor, 2004, p. 7).⁶

Sobre los elementos anteriores se erige el cuerpo teórico del equilibrio general competitivo con incertidumbre o equilibrio general competitivo de Arrow-Debreu (Mas-Colell et al., 1995, chap. 20; Obstfeld y Rogoff, 1996, chap. 5), suponiendo como hipótesis de partida que todos los agentes son precioaceptantes y los mercados en los que interaccionan son perfectos, lo que implica tres propiedades (Eichengreen, 2001, p. 341; Mas-Colell et al., 1995, pp. 307–309; Obstfeld y Taylor, 2004, p. 7). En primer lugar, los mercados son completos, es decir que existe un marco legal e institucional que permite el intercambio de cada uno de los bienes comercializables en un mercado propio con precios públicamente accesibles. Concretamente, existen mercados de futuros para todos los bienes disponibles en la economía, de forma que en todo momento cualquier agente puede cubrirse de cualquier riesgo adquiriendo el activo contingente adecuado. En segundo lugar, la información conocida por los agentes es simétrica, es decir, la misma para todos. En tercer y último lugar, la información es también completa, de forma que cada agente conoce de forma exhaustiva el conjunto de posibles estados futuros del mundo -que se supone finito- y sus probabilidades asociadas, y distingue perfectamente todos los bienes susceptibles de ser intercambiados, incluidos los bienes contingentes que permiten cubrirse de cualquier riesgo futuro.

El objetivo de los modelos de equilibrio general competitivo con incertidumbre es analizar, a partir de un estado inicial en el tiempo, bajo qué restricciones la maximización individual de las preferencias de los agentes conduce al sistema a un estado posterior de equilibrio con determinadas propiedades. Pues bien, se demuestra que bajo ciertos supuestos existe un estado de equilibrio denominado competitivo o walrasiano, definido como aquella asignación económica que supone que todas las empresas maximizan sus beneficios, todos los consumidores maximizan su utilidad

⁶ Se considera un “estado del mundo” cualquier “*descripción completa de un posible resultado bajo incertidumbre, siendo la descripción lo suficientemente precisa como para que dos estados del mundo distintos sean mutuamente excluyentes*” (Mas-Colell et al., 1995, p. 688) (traducción del autor a partir del original en inglés).

(ambos sujetos a las respectivas restricciones presupuestarias) y, por último, todos los mercados se vacían, lo que significa que, para cada uno de los bienes, lo consumido por toda la economía iguala a la dotación inicial de bienes más lo que se ha producido. En otras palabras, en el equilibrio walrasiano “*cada agente (...) consigue tanto como puede dadas las acciones de todos los otros agentes*” (Mas-Colell et al., 1995, pp. 307–309).⁷ Además, dicho estado de equilibrio es en determinadas circunstancias único y estable, y por lo tanto la economía competitiva tenderá de manera natural hacia él.⁸

La existencia de estados de equilibrio walrasiano en una economía de Arrow-Debreu permite aplicar los teoremas de la economía del bienestar (Mas-Colell et al., 1995, p. 547). El primer teorema afirma que, bajo ciertas condiciones, todo equilibrio competitivo supone una asignación eficiente de los riesgos en el sentido de Pareto, u óptima de Pareto. Eso implica que en conjunto la cobertura de riesgos de los agentes que se alcanza en el equilibrio es inmejorable, porque ningún agente podría mejorar su propia cobertura, de forma compatible con su restricción presupuestaria, sin que otro agente viera la suya empeorada en una cuantía por lo menos equivalente.⁹ El segundo teorema plantea que, bajo ciertos supuestos, para cualquier asignación óptima de Pareto de los riesgos existe un vector de precios para todos los bienes contingentes tal que el equilibrio que ambos componen es un estado de cuasi-equilibrio con transferencias.¹⁰ Eso supone que cada distribución óptima de Pareto es alcanzable con diferentes distribuciones de riqueza, lo que permite teóricamente escoger aquella que es preferible por motivos políticos de entre un conjunto de posibilidades igualmente eficientes en lo económico.¹¹

7 Todas las citas textuales extraídas de trabajos que en el listado de referencias bibliográficas están en inglés son traducción del autor.

8 Las funciones de preferencias de cuya maximización surge la tendencia natural de la economía competitiva hacia el equilibrio son fruto de la agregación de las preferencias individuales de los agentes. Una simplificación habitual para que el problema no sea intratable matemáticamente es suponer que todos los agentes de un mismo tipo, por ejemplo los consumidores, tienen las mismas preferencias, lo que permite modelizar el conjunto como un agregado de agentes representativos idénticos.

9 Una asignación económica factible es óptima de Pareto si no existe ninguna otra que mejore la situación de un consumidor en cuanto a su utilidad sin que otro la empeore (Mas-Colell et al., 1995, p. 547). Una asignación óptima de Pareto es necesariamente eficiente porque todos los bienes han sido asignados -no se ha desperdiciado nada- y se ha llegado al máximo de utilidad agregada posible.

10 Un equilibrio walrasiano con transferencias es un equilibrio competitivo junto con todas las distribuciones de riqueza consistentes con él (Mas-Colell et al., 1995, pp. 307–309).

11 El planteamiento teórico expuesto se ha esbozado en términos generales. Los modelos específicos en que se puede concretar son muy numerosos, ofreciendo Obstfeld y Rogoff (1996, p. 271) algunos ejemplos como el caso de una economía en dos periodos de tiempo que produce y consume un solo bien o el de un mundo formado solamente por dos países que maximizan su utilidad intertemporal mediante el comercio de activos. Existen también extensiones del cuerpo teórico básico de Arrow-Debreu para hacer más complejo el tratamiento del transcurso del tiempo. Por ejemplo, los modelos de comercio secuencial a lo largo de sucesivos periodos en los que se producen los llamados equilibrios de Radner (Mas-Colell et al., 1995, p. 694) o los modelos de horizonte temporal infinito con un tiempo que transcurre de forma continua (Obstfeld and Rogoff, 1996, p. 340).

2.1.2. Perfección, racionalidad y eficiencia

Dos hipótesis muy relacionadas con el marco del equilibrio general competitivo bajo incertidumbre son la existencia de expectativas racionales y la eficiencia de los mercados financieros. La hipótesis de expectativas racionales (Rivera-Batiz y Rivera-Batiz, 1985, pp. 149–157), originaria de Muth (1961), se utiliza habitualmente para describir el comportamiento de los agentes desde el punto de vista económico desde que Lucas (1972) la utilizara por primera vez en el ámbito de la macroeconomía. Se dice que un agente tiene una expectativa (completamente) racional con respecto a una variable si la esperanza subjetiva que se ha formado respecto a los valores futuros de la misma -obtenida por cualquier modelo de cómputo a partir de cualquier tipo de información disponible- coincide con la esperanza matemática de esa variable condicionada a toda la información disponible -derivada matemáticamente extrayendo el máximo partido estadístico de cuantos datos pudieran ser relevantes. La hipótesis de expectativas racionales consiste en asumir que las expectativas de todos los agentes respecto a los valores futuros de todas las variables económicas son expectativas racionales (Copeland, 1994, p. 318).

Los agentes con expectativas racionales, fruto de su sabiduría, intuición y experiencia, tomarían sus decisiones económicas de forma inmejorable, actuando “como si” conocieran los posibles eventos futuros y las probabilidades matemáticas con las que pueden producirse, aun sin hacerlo conscientemente. Esto puede interpretarse como una aplicación práctica del modelo de comportamiento maximizador que late como presupuesto básico del cuerpo teórico del equilibrio general, en este caso aplicado a la extracción del máximo rendimiento posible de la información existente (Copeland, 1994, pp. 318–320).

Las predicciones que los agentes racionales elaboran respecto a las variables económicas serán a buen seguro discrepantes individualmente con respecto a los valores reales que dichas variables tomarán. Sin embargo, estas predicciones, tomadas en conjunto, constituirán una distribución estadística cuya esperanza será una estimación insesgada, y por lo tanto inmejorable, de los valores futuros reales, lo que supone que los errores cometidos por los agentes no serán nunca sistemáticos (Baillie y McMahon, 1990, p. 41; Rivera-Batiz y Rivera-Batiz, 1985, p. 157).

Una segunda hipótesis muy relacionada con el marco del equilibrio competitivo con incertidumbre es la eficiencia de los mercados financieros. En términos generales, la eficiencia de los mercados conectando a oferentes y demandantes es una cuestión cuyo análisis tiene una larga trayectoria histórica (Sewell, 2011). En lo que se refiere a

los mercados financieros, es Fama (1970) el que ofrece la formulación de referencia relevante para este trabajo al definir un mercado eficiente como aquél “*en el cual los precios reflejan completamente la información disponible*” (Fama, 1970, p. 383). La “hipótesis de los mercados eficientes” supone que los mercados reales de títulos se comportan precisamente de esta forma.¹²

Intuitivamente, lo que plantea la hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros es que, dado que los precios diseminan de forma inmejorable la información existente, los agentes extraen el máximo provecho de dicha información, lo que supone que todas las oportunidades de negocio que los precios permiten vislumbrar están razonablemente aprovechadas o en camino de serlo (Copeland, 1994, p. 315). Los pequeños resquicios existentes para obtener rentabilidades se estarían continuamente cerrando, lo que se reflejaría en unos precios que harían de la actividad inversora un juego limpio en el que los beneficios extraordinarios por encima del comportamiento general del mercado podrían ser alcanzables para un inversor concreto en un momento específico, pero tendrían esperanza nula en términos agregados (Baillie y McMahon, 1990, p. 42). Desde un punto de vista más general, la hipótesis de eficiencia equivale a suponer que el mercado de títulos contribuye de forma inmejorable a una asignación óptima del stock de capital, pues induce a tomar las decisiones de la mejor forma posible a todos los agentes.¹³

Habría tres grados posibles de eficiencia, según Fama (1970, p. 388). La eficiencia en sentido débil implica que los rendimientos de los activos incorporan toda la información contenida en los precios o rendimientos pasados. La eficiencia en sentido semi-fuerte supone que además reflejan con rapidez la información de nueva aparición que sea relevante para las perspectivas de inversión. Por último, la eficiencia en sentido fuerte exige que no haya ningún actor con acceso a información privilegiada que le permita obtener de manera sistemática rendimientos por encima de la media del mercado.

Para Fama, las condiciones suficientes para que pudiera considerarse estrictamente válida la hipótesis de eficiencia respecto a un mercado, incluso en su versión fuerte, serían la ausencia de costes de transacción, la libre disponibilidad efectiva de toda la

12 En términos más concretos, considérese que el precio P de un título es teóricamente igual a la esperanza matemática, condicionada a toda la información disponible en ese momento, del valor presente P^* de todos los dividendos que se esperan obtener de dicho título. P^* es desconocido y debe predecirse. El mercado es eficiente si P es igual a la predicción óptima de P^* (Shiller, 2003a, pp. 84–85).

13 No hay que confundir un mercado eficiente en el sentido de Fama y un mercado de activos contingentes que es eficiente de Pareto en cuanto a la asignación de riesgos entre los agentes. La eficiencia de Fama alude a la capacidad de un mercado financiero real de diseminar información útil a través de los precios para que los agentes tomen decisiones óptimas de inversión. Por su parte, la eficiencia de Pareto es una propiedad que verifica, bajo ciertos supuestos, una construcción conceptual como es un mercado perfecto de bienes contingentes cuando alcanza su estado natural de equilibrio.

información existente para todos los agentes y el acuerdo de éstos respecto a las implicaciones de dicha información para los precios actuales y futuros (Fama, 1970, p. 387). Aunque dichas condiciones no se cumplieran en su totalidad, un grado de cumplimiento razonable bastaría para dar por buena la hipótesis de eficiencia como una aproximación suficientemente realista como para ser útil a efectos descriptivos (Fama, 1970, p. 388).

Vale la pena clarificar la relación existente entre los conceptos de mercados perfectos -la hipótesis básica del marco teórico del equilibrio general competitivo- mercados eficientes -en el sentido de Fama- y expectativas racionales, en lo referente a los mercados financieros. En primer lugar, la hipótesis de expectativas racionales es una condición previa para que los mercados sean perfectos y para que sean eficientes -en cualquiera de las versiones de eficiencia. En un mercado perfecto de bienes contingentes los agentes conocen la distribución de probabilidad para los estados futuros del mundo, lo que equivale a suponer que sus expectativas respecto al comportamiento futuro de las variables económicas son racionales. Parece igualmente claro que un mercado en el que los agentes no tienen expectativas racionales no puede ser eficiente. Sin expectativas racionales podrían aparecer sesgos sistemáticos en la previsión respecto al comportamiento de las variables económicas relevantes, lo que indicaría el desaprovechamiento de una importante cantidad de información en la toma de decisiones económicas, algo que a su vez tendría como consecuencia que los precios no reflejarían plenamente dicha información, con lo que no ayudarían tanto como debieran a adoptar decisiones óptimas de inversión.¹⁴

En segundo lugar, la simetría en la información es igualmente imprescindible para que los mercados sean perfectos y también para que sean eficientes, como mínimo en el sentido fuerte de la eficiencia de Fama, pues esta propiedad se cumple precisamente cuando no hay agentes con información privilegiada que les otorgue ventajas sistemáticas. En tercer lugar, mercados perfectos y eficientes comparten también la característica de que se basan en la existencia de una arquitectura legal y normativa adecuadas, pues en caso contrario no existiría confianza en las reglas, por ejemplo respecto al cumplimiento de los contratos, lo que impediría el desarrollo normal de las transacciones entre los agentes. En esa circunstancia los mercados no serían perfectos -pues serían incompletos- ni tampoco eficientes, pues al limitarse las transacciones, los precios difícilmente constituirían un medio útil de trasladar información entre agentes.

¹⁴ De hecho, es habitual que para especificar condiciones que permitan contrastar la hipótesis de eficiencia en un mercado concreto se tome como punto de partida la hipótesis de expectativas racionales, como hace por ejemplo Copeland (1994, p. 323) en el caso del mercado de divisas.

En definitiva, parece que un mercado eficiente en el sentido de Fama -en cualquiera de sus versiones- cumplirá con seguridad la condición de información completa que forma parte del supuesto de mercados perfectos en los modelos de equilibrio general competitivo con incertidumbre. Si el mercado es eficiente en sentido fuerte, querrá decir que la información no solo es completa, sino también simétrica, y por lo tanto perfecta. Para ser perfecto en el ámbito del equilibrio competitivo, a un mercado eficiente en el sentido fuerte de Fama solamente le faltará ser completo para permitir a los agentes la cobertura de todos los riesgos existentes.

2.1.3. Prescripciones en el marco del equilibrio general competitivo con incertidumbre

En la medida en que se pueda sostener que un mercado específico de activos -cuya abstracción teórica sería el mercado de bienes contingentes de Arrow-Debreu- se comporta de forma eficiente en el sentido fuerte de Fama -lo que implica aceptar que los agentes tienen expectativas racionales- y además es razonablemente completo, podrá concluirse que se asemeja lo suficiente al ideal de mercado perfecto como para que equilibrio general competitivo sea útil, al menos como primera aproximación, para afrontar el análisis de dicho mercado tanto positiva como normativamente.

En materia de regulación de flujos de capital la prescripción de este marco de análisis es muy clara: la completa libertad de flujos de capital -ausencia de cualquier regulación de estas transacciones- representa la mejor opción pues el mercado, funcionando en plena libertad, alcanzará de forma natural un estado de equilibrio que supone una cobertura de riesgos eficiente de Pareto por parte de los agentes, lo que constituye a su vez un indicativo de que la asignación del stock de capital del mundo es inmejorable.

En un escenario como el anterior, de los reguladores se esperaría simplemente que se responsabilizaran de que el mercado funcionara adecuadamente pero sin distorsionar los incentivos de los agentes y los precios de los activos con medidas guiadas, por ejemplo, por objetivos de política económica. Tal regulación entorpecería la labor del mercado ofreciendo las señales correctas, lo que podría llevar a engaño a los inversores que tomarían decisiones de endeudamiento o inversión no óptimas. En teoría no sería perjudicial que los reguladores utilizasen las transferencias fiscales para seleccionar, de todos los estados eficientes de Pareto en cuanto a la asignación de los riesgos, aquél que fuera preferible social y políticamente desde el punto de vista de la distribución de la renta. Pero en la práctica incluso este mínimo papel redistributivo sería contraproducente, pues las imperfectas herramientas fiscales

existentes en la realidad serían tan distorsionantes que comportarían costes inevitables en términos de bienestar agregado al generar ineficiencias en la asignación de los recursos (Mas-Colell et al., 1995, p. 556).

Para un agente individual los beneficios de la libertad de circulación de capitales son evidentes. Al tener la oportunidad de invertir en cualquier lugar del mundo, el agente puede escoger la cobertura óptima a los riesgos existentes consistente con su restricción presupuestaria, permitiendo que su senda de consumo futuro se estabilice al independizarse de las fluctuaciones en el ingreso que puedan provenir del cambiante contexto económico (Eichengreen et al., 1999; Obstfeld y Taylor, 2004, p. 6). Esto mejora su bienestar protegiéndolo de contingencias que afecten a la producción de la propia economía. Análogamente, los países que pueden recurrir al endeudamiento internacional son también menos vulnerables y pueden suavizar el comportamiento a lo largo del tiempo de cualquiera de sus variables macroeconómicas ligadas al ingreso, pues éste queda protegido de las fluctuaciones en la producción propia y ajena gracias a la diversificación de riesgos que se logra cuando se puede invertir en activos emitidos en cualquier país, cumpliendo así los flujos de capital un papel contracíclico estabilizador para las economías (Eichengreen et al., 1999; Krugman y Obstfeld, 2006, p. 630; Obstfeld, 1994a).

2.1.4. El equilibrio parcial competitivo en los mercados financieros

El ámbito del equilibrio competitivo ofrece también algunas aportaciones de ámbito parcial relevantes para el análisis de la inversión internacional. Mundell (1957) aplica los modelos de comercio internacional de Heckscher-Ohlin al comercio con activos financieros, deduciendo, en clara analogía con el caso del comercio de bienes, beneficios para los países que recurren a estas transacciones especializándose según su ventaja comparativa, determinada por la abundancia relativa del capital en cada país. El capital fluirá en forma de inversión desde el país en el que sea más abundante hacia aquel en que sea más escaso. Conforme se equipara la abundancia relativa de capital de los países, éstos convergerán en consumo e ingreso, un proceso especialmente beneficioso para el país receptor de la inversión que podrá así alcanzar productivamente al país que le financia.

Un segundo ejemplo lo constituyen los modelos dinámicos de comercio intertemporal (Buiter, 1979; Eichengreen et al., 1999; Krugman y Obstfeld, 2006, pp. 166–168, 182–185), que analizan la situación en que dos países comercian con su capacidad adquisitiva presente y futura, gracias a transacciones con activos financieros que

permiten al agente que adquiere (emite) un activo sacrificar capacidad adquisitiva en el presente (futuro) a cambio de incrementarla en el futuro (presente) (Krugman y Obstfeld, 2006, p. 168). El libre comercio de activos permite a los países especializarse en función de su ventaja comparativa intertemporal, lo que genera una máxima eficiencia en la asignación intertemporal de recursos, pues éstos son empleados en el momento y lugar en que son más productivos. Por ejemplo, un país con escasez relativa de capital contará con ventaja comparativa en la producción presente dada la elevada rentabilidad de las oportunidades de inversión disponibles. Para aprovecharlo, deberá producir tantos bienes en el presente como sea capaz, endeudándose para ello con otros países mediante la emisión de activos financieros e importando capacidad adquisitiva presente al coste de devolverla en el futuro, algo que si todo va bien podrá hacer gracias a los rendimientos que ofrecerá la inversión realizada.

Un tercer ejemplo interesante en el marco del equilibrio competitivo parcial lo constituyen los modelos de activos para la determinación del tipo de cambio, útiles para analizar los determinantes de la inversión y que parten del supuesto de que el tipo de cambio se ajusta en función de la oferta y demanda de los distintos activos internacionales (Frankel, 1983, p. 84). Interesan particularmente los modelos de balance de cartera, según los cuales los agentes son sensibles al riesgo, de forma que las decisiones de inversión se guiarían no solo por la rentabilidad de los activos sino también por su liquidez y por otros factores como el incierto comportamiento del tipo de cambio (Frankel, 1983, p. 93; Krugman y Obstfeld, 2006, chap. 13) o cualquier otra circunstancia que induzca a los inversores a atribuir primas de riesgo específicas a determinados activos (Baillie y McMahon, 1990, pp. 80–83; Rivera-Batiz y Rivera-Batiz, 1985, p. 134).

2.1.5. Escaso poder descriptivo del marco del equilibrio competitivo

Para valorar la utilidad del marco teórico del equilibrio competitivo como herramienta descriptiva de los mercados financieros internacionales es útil examinar hasta qué punto dicho marco ofrece predicciones que concuerdan con lo que se observa en la realidad en ámbitos como los factores que guían los flujos de capital, cuál es el comportamiento de la inversión internacional, o cuáles son los beneficios que ésta proporciona a los países receptores.

En primer lugar, tal y como pronostican los modelos de balance de cartera, los principales factores determinantes de los flujos de capital parecen ser la rentabilidad

de los activos y la aversión al riesgo de los inversores. Esto es lo que se deduce de análisis histórico-estadísticos (Calvo et al., 1994; Committee on the Global Financial System, 2009), de trabajos econométricos de datos de panel (Ahmed y Zlate, 2013; Benigno et al., 2014b; Gamboa Estrada, 2015; International Monetary Fund, 2011c; Kinda, 2009), y también de dos trabajos con una perspectiva particularmente amplia, como son el de Ghosh *et al.* (2012), que estudia 149 episodios de auge inversor hacia países emergentes entre 1980 y 2009, y el de Koepke (2015), que lleva a cabo una revisión de 40 trabajos empíricos previos.

En momentos de cierto nerviosismo la aversión al riesgo podría ser incluso el factor más relevante guiando la inversión internacional (Nier et al., 2014), y en cualquier caso sería tanto más determinante cuanto mayor fuera el desarrollo financiero del mercado al que se destina dicha inversión, pues éste sería capaz de reflejar con más rapidez la modificación de las condiciones en los mercados internacionales (Cerutti et al., 2015). Por lo tanto, parece claro que la evidencia empírica concuerda claramente con lo previsto por los modelos de balance de cartera, si bien esto no debiera sorprender porque dichos modelos atribuyen a la variable “riesgo” -cuyo contenido no se define de forma muy clara- la explicación de cualquier desviación de la inversión respecto a lo que sería un comportamiento determinado solo por las rentabilidades. Así pues, si estos modelos encajan con la realidad es en gran medida porque la descripción que proponen es muy poco detallada (Grenville, 2012, pp. 111–112).

En cuanto al comportamiento de la inversión, se constata que ésta no fluye en la práctica desde los países más ricos hacia los más pobres (Alfaro et al., 2007), algo que en la literatura se conoce habitualmente como la paradoja de Lucas (Lucas, 1990) y que contradice las prescripciones de los modelos simples derivados del comercio internacional. Ahora bien, a la vista de cuáles son los determinantes que guían a los inversores, según los modelos de balance de cartera y la evidencia empírica, esto no tendría nada de sorprendente porque la variable relevante no sería la rentabilidad disponible sino la rentabilidad ajustada al riesgo, que comprensiblemente puede ser mayor en los países más ricos aunque el capital sea allí más abundante (Stiglitz et al., 2006, p. 169).

Los mayores problemas con el equilibrio competitivo aparecen sin duda al tratar de constatar en la práctica los beneficios que dicho marco asocia a la liberalización de los flujos de capital. En cuanto al efecto de suavizar la senda temporal de las magnitudes macroeconómicas, para algunos autores la volatilidad en el consumo o la producción no se vería mitigada (Kose et al., 2006; Prasad et al., 2003), mientras otros afirman que dicha volatilidad tendería de hecho a incrementarse como consecuencia de los

flujos de capital (Mohan, 2012a, p. 24, 2012b; Rey, 2014, p. 311; Stiglitz et al., 2006, pp. 172–173).

Aún más problemas surgen al tratar de constatar el efecto beneficioso asegurando a las economías ante contingencias futuras, ya que parece que los flujos de capital, lejos de mitigar riesgos, incrementarían la probabilidad de sufrir crisis financieras, un fenómeno que no encuentra explicación en un marco de equilibrio competitivo donde la libertad de flujos de capital induciría siempre mayor bienestar y nunca podría dar lugar a fenómenos tan dañinos como las crisis. Los análisis de datos de panel ya sugieren este hecho, si bien no de forma muy sólida. Habría sustento empírico para asociar flujos de capital intensos con crisis posteriores (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1998; Reinhart y Reinhart, 2008), flujos distintos a la inversión extranjera directa (IED) con crecimientos explosivos en el crédito (Igan y Tan, 2015), así como restricciones a la inversión con menor probabilidad de sufrir crisis financieras (Edwards, 2007a; Klein, 2012) o menor crecimiento del crédito doméstico (Forbes et al., 2015). Pero también existiría evidencia en sentido contrario, sugiriendo que las restricciones a la inversión no protegen de las avalancha de inversión ni de su colapso final (Edwards, 2007b; Forbes y Warnock, 2012; Glick y Hutchison, 2005). Si la crisis llegara a presentarse, tampoco hay unanimidad respecto a la utilidad de la regulación, que para algunos autores facilitaría la recuperación (Edwards, 2007b; Erten y Ocampo, 2013; Goossens, 2013; Ostry et al., 2012a), mientras para otros sería perjudicial (Glick y Hutchison, 2010).

Los estudios de caso, en cambio, son mucho más unánimes destacando la importancia de la inversión internacional como factor determinante de crisis financieras. Por ejemplo, durante los noventa los flujos de capital se asociarían claramente con la aparición de las crisis en países emergentes (Aizenman y Pinto, 2011; Bustelo, 2004; Eichengreen, 2003; García, 2002; Olivé, 2005; Palma, 2000; Rodrik, 2012a, chap. 5; Stiglitz, 2002; Vilariño, 2001, chaps. 2–8), así como con su contagio internacional (Kaminsky et al., 2003, p. 62). La liberalización acelerada de la cuenta financiera en estas economías habría promovido una excesiva acumulación de riesgos de balance en sus bancos, como consecuencia del acceso a la financiación externa (Eichengreen, 1999, chap. 4), particularmente por la importancia que alcanza la deuda de corto plazo (Carlson y Hernandez, 2002; Rodrik y Velasco, 1999) y por el fuerte impulso a mercados de derivados muy opacos para las autoridades (Garber, 1998). En cuanto a la última crisis financiera mundial, la revisión de Milne (2014, p. 22,28,32) atribuye una gran relevancia a los flujos internacionales de capital como el canal de propagación que habría permitido que el colapso de Lehman Brothers de 2008 derivara en un problema de dimensión global, mientras Krugman (2009, p. 189)

sitúa las raíces de todo el fenómeno precisamente en la liberalización de los noventa.

Una mirada de mayor alcance también sugiere una clara asociación entre flujos de inversión y crisis, como demuestran revisiones de literatura sobre episodios de la historia reciente (Jeanne et al., 2012; Kose et al., 2006) así como trabajos que analizan varios siglos de historia económica (Kindleberger, 2011; Kindleberger y Aliber, 2012, chap. 2,14; Reinhart y Rogoff, 2009, p. 79,94,158,205,217,271).

Por último, el escepticismo es la norma en los trabajos empíricos que valoran en conjunto las ventajas que ofrece la liberalización financiera a la luz de la experiencia, sugiriéndose que dichas ventajas son en el mejor de los casos difíciles de constatar (Milne, 2014, p. 59) pues se apoyarían en una evidencia más bien escasa (Committee on International Economic Policy y Reform, 2012, p. 30; Obstfeld, 2007, p. 44; Rodrik y Subramanian, 2008, p. 18).

2.1.6. Alternativas metodológicas ante las insuficiencias del marco del equilibrio competitivo

La escasa correspondencia entre las predicciones del marco del equilibrio competitivo y la realidad, en particular por lo que se refiere a los beneficios asociados a la libertad de flujos de capital, impulsa al menos dos posturas metodológicas. Una primera opción es plantear que dicho marco podría no ser fundamentalmente erróneo, sino simplemente incompleto, pues no habría incorporado de la forma debida la existencia de umbrales de tipo económico e institucional -por ejemplo, nivel de renta per cápita o desarrollo de los mercados financieros- que serían prerequisites para que las economías convirtieran en realidad las ventajas potenciales que ofrece la apertura a la inversión internacional. Esta es la intuición que se apunta en algunas revisiones de experiencias históricas (Ariyoshi et al., 2000; Prasad et al., 2003; Prasad y Rajan, 2008), análisis de datos de panel (Chinn y Ito, 2006; Edwards, 2001; Kose et al., 2009; Sedik y Sun, 2012) y revisiones de literatura (Kose et al., 2006; Milne, 2014, p. 59). Ahora bien, este planteamiento podría no ser muy consistente, pues los umbrales que sería necesario haber traspasado para extraer el máximo provecho de la liberalización financiera estarían estrechamente relacionados con el tipo de beneficios que dicha liberalización supuestamente debería proporcionar (Rodrik y Subramanian, 2008).

Una segunda opción, que parece mucho más razonable, es cuestionar el marco del equilibrio competitivo en sus hipótesis de partida fundamentales. Como defiende Arrow (1986), los mercados perfectos no existen ni podrían existir en ningún escenario

concebible, dadas las enormes capacidades de computación que exigen de los seres humanos. De esta crítica genérica pueden derivarse cuestionamientos particulares para las dos hipótesis en las que se concreta habitualmente la perfección de los mercados, como son la racionalidad de las expectativas y la eficiencia de los mercados financieros.

Un primer problema de la hipótesis de expectativas racionales es que atribuye expectativas necesariamente idénticas para todos los agentes, pues a todos ellos se les supone capaces de hacer la mejor predicción posible respecto al futuro. Ahora bien, esto imposibilita explicar cualquier transacción financiera, que por definición se lleva a cabo en la medida en que los dos agentes que interaccionan tienen expectativas opuestas, pues de otro modo uno no querría comprar lo que el otro vende (Tobin, 1986, p. 48). Adicionalmente, está la cuestión de la reflexividad apuntada por Soros (2008), según la cual la realidad no es ajena al agente sino que a menudo es modificada por él, algo que se hace patente por ejemplo en las profecías autocumplidas, recurrentes en los mercados financieros. Así, la coincidencia que pueda observarse entre lo que se prevé y lo que ocurre en la realidad quizá no debiera atribuirse a una óptima capacidad de registrar y computar información por parte de los agentes -como la hipótesis de expectativas racionales sugiere- sino simplemente a la capacidad que éstos tienen de alterar el curso de los acontecimientos con sus creencias, independientemente del fundamento de las mismas.

Igualmente problemático es sostener la hipótesis de eficiencia de los mercados financieros. Quizá el apoyo más decidido a esta hipótesis llega de razonamientos abstractos, como por ejemplo la reducción al absurdo: dado que rechazar la hipótesis de eficiencia equivale a aceptar que es sencillo lograr beneficios extraordinarios en los mercados de capitales y la práctica demuestra que esto no es así, lo más razonable sería suponer que los mercados funcionan eficientemente en los términos que plantea Fama (Frank, 2008, p. 512). Un problema de este razonamiento es que la validez genérica de una hipótesis se sustenta en otra, igualmente genérica, como es que la presencia de ineficiencias se refleja necesariamente en la posibilidad de obtener beneficios sistemáticos.

Parece que para dirimir la validez de la hipótesis de eficiencia en algún momento habría que salir del terreno abstracto para acudir al plano empírico, analizando en qué medida los datos de los mercados financieros sugieren la eficiencia en los términos de Fama. Ahora bien, esta tarea en modo alguno es sencilla, pues exige adoptar numerosas decisiones metodológicas. Es necesario en primer lugar identificar tanto la variable a observar para efectuar el diagnóstico -originalmente habría sido el precio de

los activos pero posteriormente la atención se habría centrado en su rendimiento- como el proceso estocástico que presumiblemente seguiría dicha variable si el mercado fuera eficiente -normalmente se supone que sería una martingala o un paseo aleatorio pero siempre con esperanza constante nula-. Además, hay que decidir también qué distribución de probabilidad espera observarse para las variables aleatorias que componen el mencionado proceso -distribuciones normales u otras de “colas gruesas” (Baillie y McMahon, 1990, p. 44; Fama, 1970, p. 384, 1965a, 1965b; Mandelbrot, 1964; Taleb, 2010; Weatherall, 2013).

Además de las cuestiones metodológicas mencionadas hay que tener en cuenta que es posible realizar tantos análisis de la validez de la hipótesis de eficiencia como mercados concretos existen en momentos históricos específicos. En suma, aparece aquí un campo de investigación y debate académico amplísimo, fuente de muy numerosos resultados empíricos. Simplemente a modo de ejemplo, Shiller (2003a, pp. 84–90) constata que la hipótesis de eficiencia no se verificaría en el caso del mercado bursátil de Estados Unidos a lo largo de todo el siglo XX, un resultado que por sí mismo invalidaría la suposición de la hipótesis de eficiencia se cumple con carácter general.¹⁵

En definitiva, dado que la capacidad del marco del equilibrio competitivo para describir la realidad de los mercados financieros internacionales es más bien escasa lo más sensato metodológicamente parecería en primer lugar cuestionar el contenido prescriptivo claramente favorable a la liberalización de los flujos de capital que emana de dicho marco, pues una teoría poco o nada útil descriptivamente no parece tampoco una buena guía para orientar decisiones de política económica. Además, dado que las hipótesis fundamentales del equilibrio competitivo son muy cuestionables, valdría la pena explorar otros supuestos distintos -más realistas- como punto de partida, lo que quizá permitiría conformar propuestas teóricas como mínimo más potentes en cuanto a lo descriptivo y, por lo tanto, quizá también más útiles prescriptivamente.

15 La estrategia de Shiller es comprobar si se verifica una propiedad necesariamente asociada a la eficiencia tal y como Fama la define, como es que la variabilidad de los precios de los activos debe ser menor que el valor actualizado de todos los flujos futuros a los que dicho activos darán lugar, dado que según la hipótesis de eficiencia los precios no son sino predicciones óptimas de valores actualizados. Shiller constata que de hecho la volatilidad de la predicción es clara y sistemáticamente mayor que el valor descontado de los dividendos futuros de los títulos negociados.

2.2. Propuestas teóricas más realistas para describir los mercados financieros

2.2.1. Los modelos de competencia imperfecta

2.2.1.1. Distorsiones en los mercados financieros

Cualquier característica que aleja a la economía del modelo ideal del equilibrio competitivo -mercados perfectos y agentes maximizadores y precioaceptantes- se denomina imperfección, distorsión, fricción o fallo del mercado (Lipsey, 2007, p. 351) y los modelos que tienen en cuenta estos rasgos son los de equilibrio no competitivo o de competencia imperfecta (Lozano et al., 1999, p. 63).

El listado de posibles imperfecciones es amplio (Lipsey, 2007, pp. 354–355; Mas-Colell et al., 1995, chaps. 11–14; Oliveira Damasceno, 2013, p. 776; Stiglitz et al., 2006, chap. 11), y su relevancia especialmente notable en los mercados financieros (Bhagwati, 1998; Fox, 2009; Frydman y Goldberg, 2011). Destaca especialmente la importancia de las externalidades -que impiden que los costes privados y sociales de las acciones de los agentes coincidan- y de la asimetría en la información disponible para los agentes (Eichengreen, 2007, p. 8, 2000a, pp. 1106–1107; Eichengreen et al., 1999; Obstfeld, 2009, p. 10; Obstfeld y Rogoff, 1996, chap. 6; Rodrik, 1998a, p. 4; Stiglitz, 2010, p. 3, 2004, p. 59, 2000, p. 1079), es decir, el hecho de que *“una parte de una transacción o relación económica tiene menos información respecto a la misma que las otras partes implicadas”* (Eichengreen et al., 1999). Este último fenómeno cobraría gran relevancia en el caso de transacciones financieras porque éstas generan compromisos entre las partes cuyo cumplimiento depende de comportamientos futuros que son particularmente inciertos, dando lugar a fenómenos importantes como la selección adversa, el riesgo moral o el comportamiento de rebaño (Eichengreen, 2000a, pp. 1106–1107; Eichengreen et al., 1999).

La incorporación de fallos de mercado a los modelos de equilibrio general constituye una tarea muy compleja y no demasiado fructífera, pues difícilmente conduce a resultados matemáticamente consistentes de los que derivar prescripciones relevantes (Lipsey, 2007, p. 360; Mas-Colell et al., 1995, p. 512,709,716). La opción más habitual es circunscribir el análisis de competencia imperfecta a un ámbito específico, manteniendo eso sí la formalización, metodología deductiva y aparato matemático que caracterizan a los modelos de equilibrio competitivo (Milne, 2014, pp. 9–22).¹⁶

¹⁶ Una segunda vía para abordar la competencia imperfecta, claramente menos fructífera en el ámbito de los flujos de capital, es la teoría de juegos (Lozano et al., 1999, p. 173). Véase un ejemplo de esta aproximación en el análisis que hacen Turolla y Costa Filho (2013) de la regulación de flujos de capital en Brasil después de 2008.

2.2.1.2. Mayor poder explicativo

Asumir la presencia de distorsiones permitiría describir numerosos fenómenos observados en los mercados financieros que no encontraban explicación bajo la hipótesis de mercados perfectos. Un primer ejemplo es la mayor volatilidad macroeconómica a la que parece contribuir la apertura financiera, algo que en el modelo de Stiglitz (2004, pp. 68–70) sería consecuencia del carácter incompleto de los mercados de capitales domésticos mientras en otra propuesta del mismo autor se explicaría por la existencia de dos estados de equilibrio -entre los que la economía transita de forma aleatoria- cuya separación en cuanto a nivel de renta se agudiza en condiciones de plena libertad para los flujos de capital (Stiglitz, 2004, pp. 66–67).¹⁷

Un segundo ejemplo es la inestabilidad financiera a la que pueden contribuir los flujos de capital, un fenómeno especialmente relevante en los países en desarrollo, algo que para Ocampo (2015, pp. 9–14) sería atribuible a las numerosas distorsiones de los mercados financieros, siendo su síntoma más visible la alternancia de fases alcistas de exuberancia irracional y apetito por el riesgo con periodos bajistas de pesimismo irrefrenable. Stiglitz y Greenwald (2014, p. 406,415) señalan particularmente a la asimetría en la información como la causa de que los flujos tengan un potencial desestabilizador tan grande. Ante cualquier noticia intranquilizadora es fácil que los inversores no residentes, conscientes de su escaso conocimiento del país en el que invierten, traten de abandonarlo lo antes posible, lo que no haría sino incentivar a los residentes a hacer lo mismo para no verse atrapados en su propia economía cuando la profecía de la salida masiva de capitales finalmente se autocumpla.

En un sentido parecido, Mishkin (1998) elabora una teoría de la inestabilidad financiera según la cual la combinación de información asimétrica y debilidad en la regulación y supervisión bancarias facilitaría el sobreendeudamiento y la excesiva acumulación de riesgos en los balances, lo que ayudaría a explicar la abundancia de crisis en los países emergentes durante los noventa. McKinnon y Pill (1999, 1997) modelizan explícitamente este proceso, otorgando gran importancia al riesgo de cambio de los bancos y al riesgo moral en el que éstos incurrirían porque las autoridades garantizan implícita o explícitamente su rescate en caso de necesidad. Por su parte, Rodrik y Velasco (1999) ponen el acento en cómo las distorsiones incentivarían una entrada excesiva de flujos de deuda de corto plazo que exponen a la economía receptora a descensos súbitos de la producción y el consumo si llega la crisis y con ella deja de

17 Un punto de partida compartido por numerosas propuestas teóricas que analizan los efectos de la inversión internacional es suponer que la presencia de distorsiones provoca la existencia de “equilibrios múltiples” compatibles con un mismo conjunto de variables fundamentales (Dooley, 1995, p. 25). La apertura a la inversión internacional sería relevante porque alteraría la forma en que la economía transita entre dichos estados de equilibrio.

fluir la financiación.

Las distorsiones en los mercados internacionales de capitales también son objeto de atención. Por ejemplo, los costes de transacción y las externalidades de red provocarían el llamado “pecado original”, fenómeno por el cual una mayoría de países emergentes y en desarrollo son incapaces de lograr financiación de los mercados internacionales en su propia moneda, lo que les obliga a endeudarse necesariamente en otras divisas (Eichengreen et al., 2002). La consecuencia es la generación de descuadres cambiarios en los balances con el correspondiente riesgo de cambio, circunstancia que provoca peores calificaciones crediticias y un reforzamiento de la inestabilidad y prociclicidad de los flujos, dada la extrema cautela con la que operan los inversores. Éstos, siendo plenamente conscientes de todos los problemas referidos, se mostrarían muy proclives a retirar súbitamente sus inversiones de estos países a la menor señal de alarma.

Por último, las imperfecciones en los mercados internacionales explicarían también el fenómeno del contagio (Ocampo, 2002, pp. 1–2), que expone a cualquier economía en desarrollo a experimentar huidas masiva de capitales solo por el hecho de que algún otro país con el que comparte alguna característica genérica -quizá simplemente estar también catalogado como “mercado emergente”- haya sufrido algún problema, ya sea real o simplemente percibido por los inversores.

2.2.1.3. Consecuencias prescriptivas: el segundo óptimo

La consideración de distorsiones no solo amplía el poder descriptivo de los modelos de equilibrio sino que abre también un espacio para prescripciones distintas (Greenwald y Stiglitz, 1986), como por ejemplo la justificación de la regulación de la inversión internacional por el argumento del segundo óptimo, que se desarrolla como sigue.

El estado de equilibrio competitivo eficiente de Pareto que un mercado perfecto alcanza de forma natural se denomina escenario de “primer óptimo”. Si existe una imperfección y los reguladores intervienen para corregirla, esto es positivo porque permite restaurar la perfección del mercado y con ello su capacidad de acceder al escenario de primer óptimo por sí mismo. Si no es posible eliminar todas las imperfecciones que presenta el mercado, por ser éstas muy numerosas, difíciles de identificar con precisión o difíciles de corregir, el escenario de primer óptimo es inalcanzable y no puede asegurarse que los mercados sin regulación se autocorrijan ni que sean capaces de llegar de forma autónoma a un equilibrio aceptable socialmente. En esas condiciones, la regulación pública puede incrementar el bienestar y la

eficiencia de la economía permitiendo acceder a un estado de “segundo óptimo”, preferible al estado inicial sin regulación, en el que la nueva distorsión que supone la regulación puede mitigar las consecuencias nocivas de la distorsión o distorsiones originales (Dooley, 1995, p. 1; Lipsey, 2007, p. 350; Stiglitz, 2013; Stiglitz et al., 2006, p. 169).

Todos los modelos de mercados financieros en competencia imperfecta a los que se ha aludido, en la medida en que señalan cómo las distorsiones pueden hacer que los flujos de capital constituyan una potencial fuente de riesgos, suponen un claro cuestionamiento a la prescripción de liberalización que ofrecía el marco del equilibrio competitivo, así como una justificación implícita para la regulación de estas transacciones por el argumento del segundo óptimo. Ahora bien, al mismo tiempo cabe señalar que en numerosas ocasiones la prescripción que se derivaría de estas propuestas es la necesidad de atajar las distorsiones identificadas en los mercados financieros como auténticas responsables de la inestabilidad financiera generada -es decir, tratar de recuperar el escenario de primer óptimo- y no tanto cuestionar la liberalización de la cuenta financiera.

2.2.2. Los modelos de crisis financieras

2.2.2.1. Modelos de primera, segunda y tercera generación

Los modelos contruidos entre los años setenta y principios de los dos mil para tratar de describir las cada vez más habituales crisis financieras en los países emergentes constituyen también una aportación relevante desde el paradigma del equilibrio para la comprensión del fenómeno de la inversión internacional, pudiendo categorizarse estas aportaciones en tres grupos o generaciones (Breuer, 2004; Dooley, 1995, pp. 5–16; García, 2002, chap. 2A; Neira, 2004, chap. 2,3).

Bajo los modelos de primera generación o fundamentalistas las crisis financieras en países emergentes serían fenómenos inevitables y predecibles, consecuencia de la inconsistencia objetiva de las políticas monetaria y fiscal con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo. Si en un determinado momento bajan los tipos de interés domésticos, se induce una salida de capitales que obliga a las autoridades a vender reservas para mantener estable el tipo de cambio. El carácter inevitablemente limitado de las reservas implica su agotamiento -y la consiguiente devaluación cambiaria- en algún momento futuro. Los inversores anticipan este hecho y lanzan un ataque especulativo para tratar por todos los medios de sacar su riqueza del país lo antes

posible, lo que precipita los acontecimientos provocando finalmente la devaluación (Calvo, 1987; Flood y Garber, 1984; Krugman, 1979).

Según los modelos de segunda generación, las crisis financieras en países emergentes serían fenómenos contingentes fruto del autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados. El problema es de nuevo la incompatibilidad de la política pública y el mantenimiento de un tipo de cambio fijo, pero el origen ahora no está en una inconsistencia objetiva entre ambos, sino en que los inversores entienden que su mantenimiento simultáneo será excesivamente costoso para las autoridades, por ejemplo en términos de incrementos indeseados de los tipos de interés (Ozkan y Sutherland, 1994), descenso en el nivel de producción doméstica (Obstfeld, 1996), incremento del desempleo (Eichengreen y Jeanne, 1998) o de la deuda pública (Obstfeld, 1994b). Los inversores prevén que en algún momento futuro esta disyuntiva forzará a las autoridades a otorgar un papel secundario al objetivo de tipo de cambio, con lo que lanzan un ataque especulativo para anticiparse a la devaluación, lo que efectivamente hace que los costes del mantenimiento del tipo de cambio fijo se vuelvan excesivos y se llegue finalmente a la devaluación.

Los modelos de contagio de crisis financieras entre distintos países (García, 2002, pp. 132–138) pueden considerarse también modelos de crisis de segunda generación, en la medida en que la crisis se produce por una expectativa autocumplida de los agentes (García, 2002, p. 137), si bien introducen como novedad la consideración de la información utilizada por los agentes para tomar sus decisiones. En el modelo de Ahluwalia (2000) la crisis se contagia del país 1 al país 2 porque ambos comparten una característica económica o financiera que no necesariamente es la responsable del estallido de la crisis en el país 1. El contagio se deriva en el fondo de la insuficiente e inadecuada información en la que los agentes basan sus decisiones de inversión respecto a los dos países involucrados, lo que genera extrapolaciones y generalizaciones en los diagnósticos. Las imperfecciones en la información están igualmente en la raíz de otros modelos de segunda generación en que la crisis se genera por pánicos financieros o comportamientos de rebaño (García, 2002, pp. 141–148).

Por último, existen modelos llamados de tercera generación o modelos de crisis gemelas -bancaria y cambiaria-. Al igual que los modelos de segunda generación, los modelos de crisis gemelas plantean que las crisis en países emergentes se generan por la existencia de expectativas autocumplidas en los inversores, quienes a partir de un cierto momento pierden la confianza en la economía en cuestión, siendo su reacción la que de hecho genera los efectos temidos.

Pero existen dos novedades importantes en estos modelos. Por una parte, muchas propuestas prestan atención a los balances de las unidades económicas, especialmente los bancos, como expresión de las decisiones económicas pasadas que afectan a las preferencias presentes de los agentes. De ahí que se denominen genéricamente como modelos de crisis de “hoja de balance”. Por otra parte, se reconoce el estrecho vínculo que liga la salud del sector bancario con la estabilidad del tipo de cambio en economías emergentes en que los flujos entrantes de capital son relevantes. Los problemas bancarios pueden obligar a la asistencia por parte de las autoridades, lo que puede incidir en la política monetaria y por lo tanto en el tipo de cambio. Recíprocamente, la salud de los bancos puede verse seriamente comprometida en caso de inestabilidad cambiaria, pues en los países en desarrollo estas entidades suelen incurrir en descuadres cambiarios. Éstos se añaden a los inevitables descuadres de vencimiento en los que basan su negocio, que son además especialmente amenazadores en economías emergentes porque su acceso a los mercados internacionales para refinanciar sus pasivos es particularmente volátil.

Hay distintos tipos de modelos de crisis gemelas, en función de cuál sea el rasgo del sistema financiero que podría ejercer de detonante para la pérdida de confianza de los inversores, por ejemplo el riesgo moral como consecuencia de la garantía de rescate bancario por parte de las autoridades (Dooley, 1997), los riesgos en los que incurren los bancos, ya sean de liquidez (Calvo, 2000; Goldfajn y Valdés, 1997) o de cambio (Krugman, 1999), así como su salud genérica, un rasgo en el que los inversores pueden dejar de creer en un determinado momento (Chang y Velasco, 1997).

La libertad de flujos de capital es el factor de contexto imprescindible de todos los modelos de crisis financieras, pues solo en una economía abierta al exterior el diagnóstico de los inversores extranjeros es una variable relevante capaz eventualmente de desencadenar crisis por la vía de alteraciones bruscas de los flujos de capital. En este sentido, los modelos de crisis financieras ofrecen una clara panorámica descriptiva de cómo la inversión internacional puede generar efectos muy nocivos en forma de crisis y de cuáles son las distorsiones de las economías receptoras que, bajo una óptica de equilibrio de competencia imperfecta, están en el origen de dichos problemas.

2.2.2.2. Conexión con otras propuestas teóricas

Los modelos de crisis de los noventa introducen como novedad analítica el interés por describir un fenómeno real y concreto como es una crisis financiera de una economía emergente abierta, algo que quedaba por completo fuera del marco de equilibrio

general competitivo y que tampoco era abordado por muchas de las propuestas genéricas de competencia imperfecta, pues en muchos casos éstas pretendían ofrecer una descripción del sustrato distorsionado en el que los riesgos podían acumularse, pero no necesariamente del fenómeno de la crisis a la que dichos riesgos podían eventualmente conducir.

Pero al mismo tiempo los modelos de crisis se encuadran plenamente en el marco del equilibrio, al menos por lo que se refiere a dos cuestiones. En primer lugar, en un escenario que siempre es de expectativas racionales -o su equivalente de previsión perfecta cuando el contexto es determinístico-, hay una atención generalizada a los fallos de mercado como causa última de la crisis que se pretende describir, algo que conecta claramente con el ámbito de la competencia imperfecta. Se señala particularmente la responsabilidad de las distorsiones en la información como causantes de los pánicos financieros o del comportamiento de rebaño, fenómenos de los que se deriva en último término la existencia de expectativas autocumplidas en los modelos de segunda y tercera generación.

En segundo lugar, muchos modelos de tercera generación sitúan en los balances de los agentes la causa concreta de que se generen expectativas autocumplidas y se desate finalmente el fenómeno de la crisis, pero esta cuestión, de nuevo, era también objeto de atención de distintos modelos de competencia imperfecta no centrados necesariamente en las crisis.

Al igual que sucedía con los modelos de competencia imperfecta no centrados en las crisis, los modelos de crisis suponen un serio cuestionamiento -como mínimo implícito- de la prescripción genérica en favor de la liberalización que emana del equilibrio competitivo, pues es precisamente la apertura a la inversión internacional el factor de contexto desencadenante del fenómeno de crisis que se pretende describir. Ahora bien, de nuevo puede destacarse que en general el objetivo de estas propuestas no es tanto cuestionar teóricamente la pertinencia de la liberalización de la cuenta financiera, sino más bien entender cuáles son las distorsiones que hacen de este proceso -que se asume como algo más o menos natural- una fuente de problemas, con el fin de sugerir ámbitos de actuación para la prevención de crisis.

2.3. El cuestionamiento radical al equilibrio de los mercados financieros

2.3.1. Incertidumbre radical y riesgo

El marco de análisis de competencia imperfecta, aunque considere la presencia de distorsiones, sigue encuadrándose en el programa de investigación neoclásico (Lavoie, 1992, pp. 5–6), ya que mantiene una de sus hipótesis fundamentales, como es suponer que los agentes afrontan la toma de decisiones económicas sin tener certeza total respecto a lo que ocurrirá en el futuro pero como mínimo sabiendo perfectamente cuáles son los resultados posibles derivados de sus propias actuaciones y con qué probabilidad se producirá cada uno de ellos (Lavoie, 1992, pp. 42–60).

Tomando como referencia el trabajo de Knight (1921), Lavoie (1992, p. 42) sostiene que en un entorno así definido no debiera considerarse que existe incertidumbre sino simplemente riesgo. La hipótesis de que los agentes afrontan riesgos, y no incertidumbre, puede desdoblarse a su vez en dos supuestos (Mas-Colell et al., 1995, chap. 6): el primero, que los agentes utilizan aunque sea de forma inconsciente ciertas “creencias probabilísticas” como referencia para tomar sus decisiones -creencias respecto a lo que puede suceder en el futuro y con qué probabilidad-; el segundo, que dichas creencias pueden inferirse a posteriori a partir de las decisiones de los agentes. Este planteamiento constituye desde los años sesenta el camino canónico para la microeconomía y la macroeconomía microfundamentada, una de cuyas concreciones, de hecho la más habitual, es la hipótesis de expectativas racionales, basada precisamente -junto a otros elementos- en la existencia de creencias probabilísticas inconscientes por parte de los agentes.

Son diversas las justificaciones teóricas que se esgrimen para aceptar como hipótesis de trabajo que los agentes tienen creencias probabilísticas (Lavoie, 1992, pp. 46–48), desde que el mundo es ergódico, y que la recurrencia e inercia de los eventos económicos permite que el pasado sea una guía razonablemente buena para el futuro -algo contestado fuertemente por Davidson (2009, pp. 6–9, 2002, pp. 50–53)-, hasta que dicha hipótesis es simplemente necesaria, pues al ofrecer una “*cuantificación precisa y un significado operacional a la incertidumbre*” (Mas-Colell et al., 1995, p. 206) facilita mucho la formalización y proceso deductivo propios de los modelos de equilibrio al permitir utilizar las herramientas matemáticas de la probabilidad.

La alternativa a la hipótesis de las creencias probabilísticas es asumir que los agentes

afrontan sus decisiones económicas en una situación de incertidumbre “radical”, pues nunca conocen de forma exhaustiva todos los resultados hipotéticos de cada una de sus decisiones económicas presentes -de hecho lo habitual es no conocer con certeza ni siquiera unos pocos de dichos resultados- ni mucho menos sus probabilidades asociadas (Knight, 1921; Lavoie, 1992, p. 42).

El concepto de incertidumbre radical impregna por completo el espíritu de la Teoría General de Keynes (1936), según clarifica el propio autor: *"Al utilizar "conocimiento incierto" [...] no pretendo simplemente distinguir lo que es conocido con certeza de lo que solamente es probable. El juego de la ruleta no está sujeto, en este sentido, a la incertidumbre [...] O, de forma parecida, la esperanza de vida es solo ligeramente incierta [...] El sentido en el que utilizo este término es el de que la perspectiva de una guerra en Europa es incierta [...] Respecto a estas cuestiones no hay ninguna base científica sobre la cual basar cálculo de probabilidad alguno"* (Keynes, 1937, pp. 213–214).

Para Keynes (1937, p. 214) las personas harían frente a esta incertidumbre radical con estrategias diversas como confiar en que el presente es una guía razonablemente buena para el futuro -la ergodicidad-, asumir que el estado actual de la economía (en términos de producción y precios) se deriva de una valoración correcta de las perspectivas futuras y, por último, tratar de mantener juicios que no se separen en exceso del juicio “convencional” o mayoritario que sostienen el resto de personas, a quienes se considera en conjunto mejor informadas. Ahora bien, estas estrategias no acaban con el problema de fondo, y fruto de ello la idea que las personas tienen sobre el futuro, *“al estar basada en fundamentos tan endebles, está sujeta a repentinos y violentos cambios”* de forma que *“los pánicos inconcretos y las igualmente inconcretas e irracionales esperanzas nunca están realmente apaciguadas, yaciendo apenas bajo la superficie”* (Keynes, 1937, pp. 214–215).

Para Keynes, la incertidumbre expresada en estos términos gobernaría la inversión y como consecuencia de ello toda la actividad económica, al determinar la preferencia por la liquidez de los agentes y su valoración -cambiante y en absoluto “racional”- de las perspectivas de beneficio que ofrecen las futuras inversiones (Minsky, 2008, pp. 62–65; Padilla, 2015). El análisis de los mercados financieros debiera asumir también como hipótesis básica esta incertidumbre radical. Para Keynes, estos mercados se asemejan a un concurso en el que los participantes deben votar qué rostros les parecen más bellos de entre un conjunto de fotografías, optando a premio aquellos participantes que escojan los rostros más votados, de forma que los concursantes votarán el rostro que estiman será más votado por la mayoría (Keynes, 1936, chap.

12). Por analogía, en los mercados financieros no se trataría de adquirir los mejores títulos disponibles, sino aquellos que la mayoría de inversores opinará que son los mejores, sean cuales sean los motivos en que se base dicha opinión. Así, los inversores no se guiarían por valoraciones objetivas de los títulos que adquieren sino más bien por comportamientos imitativos para tratar de seguir a la mayoría, un hecho inexplicable bajo la hipótesis de expectativas racionales y por lo tanto para los modelos de equilibrio competitivo, pero que es perfectamente comprensible bajo una concepción radical de incertidumbre.

La domesticación de la incertidumbre equiparándola con el riesgo es señalada como una seria debilidad metodológica del programa neoclásico, pues le separa irremediabilmente de la realidad que trata de describir (Lavoie, 1992, pp. 46–48). En lo que se refiere al análisis de los flujos de capital, optar por hipótesis más realistas asumiendo la presencia de incertidumbre radical obliga a abandonar la metodología deductiva formalizada mediante técnicas probabilísticas que constituye el núcleo de los modelos de equilibrio, tanto de competencia perfecta como imperfecta.

2.3.2. La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky

La línea teórica que parece haber sido hasta el momento más fructífera para abordar el estudio de los flujos de capital y su regulación partiendo de un concepto radical de incertidumbre es la que parte de los planteamientos de Minsky (1992, 1986, pp. 2–9, 1977), concretamente de su “hipótesis de inestabilidad financiera”. Esta noción tiene dos ingredientes fundamentales. El primero es la importancia de los balances de las unidades económicas, todos ellos formados por activos y pasivos, es decir, con flujos de caja futuros comprometidos y esperados, que además están fuertemente interrelacionados, pues cualquier flujo de caja que un agente espera recibir en el futuro como consecuencia de que posee un activo financiero implica que otro agente, para quien el activo que emitió supone un pasivo, se ha comprometido a satisfacer dicho pago.

El segundo ingrediente es la existencia de tres tipos de estructuras de financiación de los agentes: estructura prudente o de cobertura, si es posible hacer frente a la devolución de intereses y principal de las deudas contraídas a partir de los flujos de caja esperados en virtud de los activos que se poseen; estructura especulativa, si es posible cubrir los pagos de intereses con los flujos de caja entrantes pero no el principal de la deuda contraída, que deberá ser constantemente refinanciada -situación típica en la que se encuentran los bancos, cuyos descuadres de vencimiento les

obligan a refinanciar constantemente sus pasivos-; por último, estructura financiera de tipo “ponzi”, cuando los flujos de caja no permiten cumplir ni con los pagos por intereses ni con la devolución del principal de las deudas, lo que obliga a un incremento constante del endeudamiento o bien a la venta de activos para evitar incumplimientos.

Para Minsky, toda economía tiene regímenes financieros bajo los cuales es estable y otros en la que es inestable, y su hipótesis de inestabilidad financiera plantea que los periodos de expansión y bonanza económica prolongadas disponen el escenario para que la economía transite desde un régimen estable a otro inestable, en el cual existen mayores probabilidades de sufrir una crisis financiera. En los periodos de auge y estabilidad notables predominan inicialmente las estructuras prudentes de financiación, a la vez que un optimismo generalizado respecto al futuro impregna tanto los planes de inversión de las empresas como las decisiones de los bancos respecto a su financiación. Habitualmente en estos periodos la política monetaria es laxa, lo que permite que los cuantiosos beneficios esperados sean aún más atractivos al descontarse con tipos de interés muy bajos. Es aquí donde se siembran las semillas de la inestabilidad financiera, pues en un contexto de incertidumbre radical el comportamiento imitativo permite que se generalice una baja aversión al riesgo.

Fruto de que las expectativas optimistas son validadas por los positivos resultados iniciales en términos de beneficios, los agentes transforman progresivamente sus balances de forma que la financiación de cobertura va siendo paulatinamente sustituida por estructuras especulativas o de tipo “ponzi”, lo que se traduce normalmente en mayor apalancamiento, creciente peso relativo de la deuda a corto plazo, mayor sincronización de los flujos de caja entrantes y salientes, estrechamiento de los márgenes de seguridad existentes para cumplir con los pagos comprometidos en caso de no recibir alguno de los pagos esperados y, en definitiva, mayor fragilidad.

Cuando este proceso ha avanzado lo suficiente, cualquier evento – primeros problemas por préstamos fallidos, incremento de los tipos de interés- puede imposibilitar que aquellos agentes con estructuras ponzi sigan cumpliendo con sus obligaciones contractuales de pago. Una vez que se han producido los primeros incumplimientos, o que éstos son anticipados por algunos agentes, es posible que se inicie una reacción de incumplimientos en cadena -fruto de la interrelación entre los balances de los agentes-, un fenómeno que forma parte de todas las crisis financieras que afectan en cascada a amplias capas de una sociedad. Para Minsky, la etapa final puede ser la deflación de deuda tal y como la detalla Fisher (1933), cuando el intento simultáneo de todos los agentes por sanear sus balances vendiendo activos no hace

sino hundir más su precio, lo que impide mejorar la situación de aquellos que ya han incumplido y provoca nuevos incumplimientos, realimentado así un proceso del que finalmente se derivan graves consecuencias macroeconómicas en términos de reducción de la escala de inversión, producción y empleo.

Cabe hacer dos precisiones adicionales. La primera es que la incertidumbre radical que está detrás de la fragilidad financiera analizada por Minsky no necesariamente se expresa -aunque puede hacerlo- en forma de burbujas explosivas de activos, sino que actúa igualmente en periodos prolongados de auge “sereno”, que son de hecho en los que está pensando el autor cuando plantea su hipótesis.¹⁸ La segunda precisión es que Minsky no trata de describir cómo el sector financiero constituye un foco de inestabilidad para la economía “real”, sino más bien cómo cualquier economía, que es inherentemente financiera en la medida en que hay decisiones interrelacionadas de inversión y financiación, es capaz de producir endógenamente inestabilidad fruto de los estrechos vínculos entre los balances de los agentes, toda vez que éstos toman sus decisiones económicas en un contexto de incertidumbre radical (Padilla, 2015, 2014).

2.3.3. Aportaciones teóricas inspiradas en las ideas de Minsky

Son muy numerosas las propuestas teóricas que analizan el comportamiento de la inversión internacional y sus consecuencias para los países receptores a partir de los planteamientos de Minsky (Gallagher, 2014, p. 9; Melo, 2012). Kindleberger y Aliber (2012, p. 422) aluden a la hipótesis de inestabilidad financiera para explicar cómo los flujos de capital contribuyen a crear el clima de euforia en el que se gestan las crisis de las economías receptoras de inversión, provocando la apreciación cambiaria y al incremento del precio de los activos. Argumentos parecidos han sido expresados también por otros autores como Grabel (1993), Taylor (1998), Weller (2001), Agosin y Huaita (2010) o Kregel (2004), quien emplea también este enfoque para el análisis de la crisis asiática de los noventa (Kregel, 1998).

En una línea parecida, Frenkel y Rapetti (2009, pp. 688–689) analizan las crisis financieras en países emergentes durante los noventa detallando cómo los flujos de capital, en un contexto de tipos de cambio fijos y acelerada liberalización financiera externa, contribuyen a cebar un proceso de auge en la producción y el empleo cuyo efecto colateral es el progresivo incremento del riesgo de cambio asumido por los agentes domésticos, que reciben financiación del exterior, posiblemente en divisas,

¹⁸ El esquema interpretativo de Minsky es igualmente sugerente para describir procesos en los que existen burbujas, como hace Fazzari (2014) en el caso del crédito inmobiliario en Estados Unidos hasta 2006.

proporcionada por inversores extranjeros deseosos de ganar exposición a las atractivas rentabilidades que ofrecen los activos domésticos. La fragilidad se incrementa a medida que la valoración excesivamente optimista que hacen los inversores extranjeros de las perspectivas de beneficio que ofrece la economía de destino valida sus expectativas y les lleva a incrementar su financiación a la misma. La aparente fortaleza de esta dinámica se desvanece tan pronto como el propio auge sostenido por la inversión externa aprecia el tipo de cambio real e impulsa las importaciones, lo que deteriora la balanza corriente generando crecientes dudas sobre si las reservas existentes bastarán para sostener el tipo de cambio y las importaciones de las que depende el auge económico en caso de que los flujos entrantes pierdan fuerza. En este contexto puede fácilmente iniciarse un ataque especulativo que desencadene una crisis cambiaria.

Hay también propuestas a partir de los planteamientos de Minsky pero con un mayor grado de formalización (Arestis y Glickman, 2002; Foley, 2001; Summa, 2005). Para Arestis y Glickman (2002) la afluencia de capitales externos es una variable muy relevante para explicar la crisis del sudeste asiático a finales de los noventa porque refuerza y diversifica las vías por las que los agentes de la economía receptora pueden transitar de estructuras de financiación de cobertura a otras especulativas o ponzi.

Concretamente, es el tipo de cambio la variable que cabría añadir al análisis de Minsky para trasladar su enfoque al caso de una economía abierta. En primer lugar, en una economía de este tipo existe la posibilidad de incurrir en riesgo de cambio si hay descuadres entre los pasivos y activos denominados en una determinada divisa. Así, el tránsito hacia una financiación arriesgada puede implicar el incremento de los descuadres de vencimiento, que era el factor en el que Minsky se centraba, de los descuadres cambiarios, o de ambos simultáneamente, en cuyo caso la estructura de financiación correspondiente podría calificarse de “superespeculativa” (Arestis y Glickman, 2002, p. 242).

En segundo lugar, el tipo de cambio contribuye también a apuntalar las expectativas optimistas durante el auge en que la economía se vuelve más frágil, pues la apreciación cambiaria que habitualmente acompaña a las fuertes entradas de capitales -suponiendo que la intervención cambiaria, si existe, es moderada- no hace sino reducir aún más la aversión al riesgo, incentivando un mayor endeudamiento en divisas a plazos cada vez más cortos por parte de los agentes domésticos.

Por último, el tipo de cambio es también la variable que limita el margen de actuación de las autoridades si la economía que se ha vuelto más frágil sufre finalmente una

crisis financiera, que puede tener origen doméstico e impactar después en su dimensión externa o viceversa. En el caso de una economía cerrada -siempre que cuente con moneda propia-, está en manos de las autoridades inyectar la liquidez necesaria para detener la espiral deflacionaria que Minsky visualizaba como posible etapa final en caso de que se desatara la crisis. En una economía abierta las opciones son más limitadas, porque tanto si el origen de la crisis es externo como si es interno, una inyección de liquidez hace menos atractiva la divisa para los inversores, lo que puede incentivar la salida de capitales y con ella la depreciación de la divisa que empeoraría la situación de los balances con descuadres cambiarios.

Las aportaciones que analizan los flujos de capital a partir del enfoque de Minsky plantean que la apertura de la economía a la inversión externa supone una mayor vulnerabilidad, pues la tendencia endógena a la inestabilidad de toda economía que debe financiar su esfuerzo inversor se refuerza cuando entran en escena la financiación externa y el canal del tipo de cambio. Así pues, hay en estas propuestas una justificación implícita pero clara de la regulación de flujos de capital, pues la plena libertad de estas transacciones supone un terreno más favorable para la incubación de crisis financieras.

2.3.4. La irracionalidad de los agentes

El marco del equilibrio, tanto de competencia perfecta como imperfecta, se ve también cuestionado de forma profunda si se abandona la hipótesis de que los agentes son maximizadores. Este supuesto implica que los agentes son capaces de ordenar de forma precisa sus preferencias y además, en el marco de la hipótesis de expectativas racionales, de extraer el mejor partido de la información de la que disponen para tomar decisiones óptimas, todo ello con el único objetivo de maximizar su propia función de utilidad inequívocamente definida.

Son numerosos los autores que han destacado el escaso realismo de la hipótesis de racionalidad maximizadora tal y como la asume el marco del equilibrio neoclásico (Frank, 2008, chap. 8; Hill y Myatt, 2010; Lavoie, 1992, pp. 50–60; Tobin, 1986, pp. 45–46), y lo interesante que sería prestar una mayor atención a las estrategias que los agentes utilizan realmente para tomar decisiones. La abundante literatura teórica y empírica que aborda esta cuestión desde el campo de la psicología (Kahneman, 2011; Lehrer, 2010; Mlodinow, 2013; Sutherland, 1992) apoya también esta idea, al concluir que la conducta de las personas, en general, distaría mucho de ser maximizadora y egoísta tal y como suponen los modelos neoclásicos.

Esto no se debería a que los agentes cuenten con información deficiente -por ejemplo asimétrica-, como pueden sugerir los modelos de equilibrio en competencia imperfecta, ni tampoco a que exista una incertidumbre radical con respecto al futuro. La irracionalidad de los agentes estaría muy relacionada con dicha incertidumbre pero no sitúa el foco en la información con la que cuentan los agentes, sino en la forma “poco óptima” que tienen de procesarla.

El supuesto de que los agentes son irracionales permite explicar de forma muy natural el comportamiento imprevisible e inestable que muestran los flujos de capital en momentos de nerviosismo, algo que reconoce Bhagwati (1998) como un signo distintivo de los mercados financieros y que se hace evidente en el hecho de que la aversión al riesgo sea uno de los factores estadísticamente más relevantes para explicar el comportamiento de la inversión internacional. La irracionalidad de los agentes es el punto de partida de un campo de la teoría económica relativamente novedoso como es la economía conductual (Akerlof y Shiller, 2009; Shiller, 2003a, 2003b), que permite explicar fenómenos habituales en los mercados financieros -pánicos, burbujas o crisis- de forma quizá más natural y sugerente que el marco del equilibrio en competencia imperfecta.

2.3.5. Conexiones con otras propuestas teóricas

En el plano descriptivo existen claros puntos de conexión entre las propuestas del marco de la competencia imperfecta y aquellas otras que parten de la incertidumbre radical o la irracionalidad de los agentes. Por ejemplo, la idea de las propuestas minskyanas de que una economía receptora con tipo de cambio fijo, gracias a la inversión exterior, puede volverse suficientemente frágil como para que cualquier evento adverso altere las expectativas y desencadene una salida de capitales conecta claramente con los planteamientos de los modelos de crisis de segunda generación en cuanto a la existencia de expectativas autocumplidas. También la atención a los balances de las entidades y la capacidad de los flujos para incrementar la fragilidad induciendo riesgos cambiarios o de vencimiento conecta con la competencia imperfecta, lo que incluye también a los modelos de crisis conocidos como de “hoja de balance”.

La conexión es igualmente clara en el plano prescriptivo, pues tanto los modelos del marco de competencia imperfecta como las propuestas que cuestionan radicalmente el equilibrio competitivo sugieren, como mínimo implícitamente, la necesidad de regular los flujos de capital, si bien hay un matiz relevante en función de cuál sea la

aproximación teórica escogida. Desde el ámbito de la competencia imperfecta la justificación para la regulación existe pero es objetable pues siempre puede argumentarse que la distorsión que justifica la regulación no está debidamente identificada o que es mejor tratar de eliminarla en lugar de intentar corregir sus efectos. De hecho, como ya se ha reseñado, estas propuestas se diseñan originalmente no tanto para apoyar la necesidad de regular la inversión, sino más bien para señalar dónde incidir -qué distorsiones corregir- para que dicha inversión no ocasione problemas.

Por el contrario, si se parte de la existencia de incertidumbre radical o de la irracionalidad de los agentes la defensa de la regulación puede ser quizá más genérica y menos formalizada, pero al mismo tiempo difícilmente discutible, pues se fundamenta en rasgos que no pueden ser en modo alguno atenuados o contrarrestados porque son consustanciales a la realidad y a la forma en que las personas se desenvuelven en ella cuando toman decisiones.

2.4. El margen de maniobra para los Gobiernos

2.4.1. El modelo Mundell-Fleming y la “trinidad imposible”

El modelo de Mundell-Fleming (Fleming, 1962; Mundell, 1968, 1963) es una construcción teórica para el análisis del equilibrio general en una economía abierta en el corto y medio plazo, y de la que existen versiones con grados diversos de microfundamentación (Frenkel y Razin, 1989; Obstfeld y Rogoff, 1995). Su origen es el modelo IS-LM, herramienta emblemática del paradigma de la síntesis neoclásica que se conforma a partir de trabajos como el de Hicks (1937) y que supondría la formalización de algunas de las principales intuiciones de Keynes respecto al funcionamiento de la macroeconomía en el corto plazo (Blanchard, n.d.). Entre estas intuiciones, sin embargo, no habría el menor rastro de la incertidumbre radical que para el propio Keynes debía impregnar cualquier explicación de la dinámica económica (Davidson, 2007, chap. 12; Palazuelos, 2000, pp. 171–172).

El modelo Mundell-Fleming constituye el marco de referencia básico para el análisis macroeconómico de economías abiertas en el corto y medio plazo (Blanchard et al., 2012, chap. 6; Blanchard y Fischer, 1989, chap. 10; Branson, 1990, chap. 15; Copeland, 1994, chap. 4,6,7; Gallagher, 2012a, pp. 11–15; Krugman y Obstfeld, 2006, chaps. 14,16–18; Rivera-Batiz y Rivera-Batiz, 1985, chap. 13,14; Wang, 2005, chap. 5,6).

Además, se trata de una propuesta muy influyente dentro de la teoría económica. En primer lugar, supone el punto de partida para muchos ejercicios que abordan los problemas y disyuntivas a los que se enfrentan los países que tratan de compatibilizar la apertura financiera de la economía con el desarrollo de políticas económicas propias (Blanchard et al., 2015; Corden, 1960; Dornbusch, 1976, 1974; Obstfeld, 2001; Salter, 1959; Swan, 1960). En segundo lugar, es asumido por los modelos de crisis financieras de los noventa por lo que se refiere al componente de descripción macroeconómica, algo especialmente claro en los modelos de crisis de primera generación. Por último, muchos de los planteamientos inspirados en Minsky para abordar el análisis de los flujos de capital remiten igualmente al modelo Mundell-Fleming en la medida en que se alude a las restricciones que sufren las economías abiertas cuando deben tener en cuenta el comportamiento de los inversores a la hora de aplicar sus políticas monetaria y fiscal.

Del modelo Mundell-Fleming se deriva el “trilema” o “trinidad imposible” de Mundell, según el cual no es posible para una economía lograr simultáneamente la fijación del tipo de cambio, una política monetaria autónoma y la libertad de circulación de flujos de capital hacia y desde el exterior. En este marco de análisis se toma como punto de partida una economía en estado de equilibrio caracterizado por un tipo de interés y un nivel de producción determinados. Cualquier modificación en las condiciones económicas o en las políticas públicas alterará el equilibrio del mercado de bienes o de activos, lo que inducirá un cambio en el tipo de interés vigente. A partir de esta alteración inicial, la evolución de la economía depende fuertemente de cuáles de los tres objetivos planteados por el trilema de Mundell se consideren prioritarios.¹⁹

Si se restringen totalmente los flujos de inversión hacia y desde el exterior es posible lograr completa y simultáneamente la autonomía en la política monetaria y la fijación del tipo de cambio. Los tipos de interés pueden ser modificados de forma autónoma por el Gobierno, ya sea fiscal o monetariamente, hasta que se separen tanto como se desee del tipo de interés internacional. Al mismo tiempo es posible mantener la fijación del tipo de cambio compensando mediante intervenciones cambiarias los desajustes existentes entre la oferta y la demanda de la divisa al precio vigente, derivados del comercio internacional. Ahora bien, dado que el volumen de reservas es

¹⁹ El modelo Mundell-Fleming no es un modelo dinámico, sino estático, ya que ninguna de las relaciones que lo componen informa de la evolución temporal de las variables consideradas. Ahora bien, es habitual utilizar este modelo para realizar un análisis de estática comparativa que se interpreta como una buena guía para intuir la dinámica de la economía modelizada. Para ello, se identifica en primer lugar el estado de equilibrio consistente con unos determinados valores de las variables y parámetros del modelo, denominado conjunto 1, que se considera el estado 1. A continuación, se identifica el estado de equilibrio -estado 2- consistente con unos valores distintos para las variables que denominamos conjunto 2. La interpretación habitual sugeriría que si las variables cambian del conjunto 1 al conjunto 2, el equilibrio se desplazaría del estado 1 al estado 2, aunque cabe resaltar de nuevo que el modelo no describe ni predice ese tránsito.

necesariamente limitado, también lo es el margen de las autoridades para aplicar su política monetaria con independencia si el tipo de cambio se fija en un nivel que induce déficit comercial. Si por el contrario la movilidad de capitales es total, en el equilibrio necesariamente los tipos de interés doméstico y exterior deben coincidir y cualquier desalineamiento entre ambos inducirá un flujo de capital entrante o saliente masivo que tenderá a equiparar de nuevo ambas variables de forma inmediata. Además, debe escogerse entre lograr una política monetaria autónoma o un tipo de cambio fijo.

Si se opta por la autonomía monetaria, los flujos de capital inducidos por cualquier desequilibrio entre los tipos de interés doméstico y externo alterarán el tipo de cambio y modificarán la demanda neta de exportaciones. En este contexto la política monetaria es tremendamente eficaz, porque una ampliación (contracción) de la oferta monetaria generará un descenso (incremento) del tipo de interés doméstico, lo que inducirá un flujo saliente (entrante) de capital que depreciará (apreciará) el tipo de cambio, aumentando (disminuyendo) la demanda neta de exportaciones. Así, el efecto expansivo (contractivo) inducido con la modificación de la política monetaria es reforzado por la alteración del tipo de cambio, que expande (contrae) adicionalmente la demanda de bienes nacionales. Por su parte, la política fiscal es muy poco eficaz ya que cualquier medida expansiva (contractiva) inducirá un incremento (descenso) en el precio doméstico del dinero que atraerá (ahuyentará) capitales, lo que apreciará (depreciará) el tipo de cambio, disminuyendo (aumentando) la demanda neta de exportaciones. Es decir, el efecto expansivo (contractivo) inducido fiscalmente se ve contrarrestado por un cambio de naturaleza opuesta en la demanda de exportaciones debido a la alteración del tipo de cambio nominal.

Si en un contexto de plena movilidad de capitales se opta por fijar el tipo de cambio, debe sacrificarse entonces la independencia en la política monetaria. Los flujos de capital masivos hacia o desde el exterior equilibrarán inmediatamente cualquier desalineamiento entre los tipos de interés interno y externo, pero la intervención cambiaria de las autoridades para fijar el tipo de cambio provocará que la variable de ajuste sea en esta ocasión la oferta monetaria doméstica y no el tipo de cambio. El resultado es que la política monetaria es completamente ineficaz. Una ampliación (contracción) de la oferta monetaria doméstica generará un descenso (incremento) del tipo de interés interno, lo que provocará flujos de capital salientes (entrantes). Para evitar la depreciación (apreciación) del tipo de cambio, las autoridades venderán (comprarán) reservas de divisas, lo que supondrá reducir (incrementar) la oferta monetaria en moneda doméstica. La modificación inducida en los tipos de interés mediante la política monetaria es revertida completamente al operar con las reservas para evitar que se altere el tipo de cambio. Por su parte, la política fiscal es muy eficaz

bajo tipos de cambio fijo: una expansión (contracción) fiscal genera un incremento (descenso) en el precio del dinero que atraerá (ahuyentará) capitales. Para evitar la apreciación (depreciación) del tipo de cambio, las autoridades comprarán (venderán) reservas de divisas lo que incrementará (reducirá) la oferta monetaria, reforzando el efecto expansivo (contractivo) inducido inicialmente por la vía fiscal. En definitiva, las políticas fiscal y monetaria intercambian sus roles respecto al caso de tipo de cambio flexible en cuanto a su eficacia.

2.4.2. El margen de maniobra para la política macroeconómica

Una vez discutidos los escenarios extremos que plantea el trilema de Mundell, es útil referirse a un caso más realista muy habitual a partir de la década de los dos mil: un país con una movilidad de capitales elevada y un sistema de tipo de cambio flexible pero con un cierto interés, más o menos acusado en función del caso concreto, por evitar fluctuaciones excesivas en esta variable. El motivo para desear una cierta estabilidad cambiaria es que el precio de la divisa influye poderosamente en el déficit corriente, en las decisiones de inversión y financiación internacionales de los agentes domésticos o extranjeros y también -en el medio plazo- en la estructura productiva de la economía, pues una apreciación cambiaria sostenida puede suponer problemas para el sector exportador al verse mermada su competitividad en precios.

Una primera herramienta para estabilizar el tipo de cambio es la intervención cambiaria de las autoridades en el mercado de divisas, que presenta sin embargo algunos problemas. La adquisición de reservas para mitigar la apreciación es costosa porque supone mantener activos denominados en monedas internacionalmente fuertes y que por lo tanto ofrecen rentabilidades normalmente bajas, mientras la venta de reservas para mitigar la depreciación es necesariamente limitada por el volumen de divisas en poder de las autoridades. Además, la intervención cambiaria supone alterar la oferta monetaria doméstica, pues cuando se compran (venden) divisas para mitigar la apreciación (depreciación) cambiaria se está inyectando (drenando) liquidez en moneda doméstica de la economía. De aquí surge un potencial conflicto con la política monetaria, que sin embargo puede solucionarse esterilizando la intervención en el mercado cambiario. Así, la liquidez introducida (retirada) al comprar (vender) divisas se vería compensada por la retirada (inyección) de liquidez en moneda doméstica mediante la emisión (retirada) de títulos de deuda de corto plazo en moneda nacional. Ahora bien, en caso de que se desee mitigar la apreciación, la esterilización añade un nuevo coste al implicado por mantener reservas, y es el derivado de las atractivas rentabilidades que deben ofrecerse a los inversores para retirar la liquidez introducida

cuando dichas reservas se compraron.

Otra herramienta para estabilizar el tipo de cambio puede ser la política monetaria. Las presiones de apreciación (depreciación) por fuertes entradas (salidas) de capital podrían mitigarse reduciendo (incrementando) las rentabilidades accesibles a los inversores, es decir flexibilizando (endureciendo) la oferta monetaria doméstica. Pero esto supone de nuevo un potencial conflicto, pues la política monetaria se utiliza así guiada por la necesidad de estabilizar el tipo de cambio, y eso puede ser contradictorio con sus propios objetivos en materia de gestión de la demanda interna. En contextos de fuerte afluencia (huida) de capitales suelen coexistir las presiones de apreciación (depreciación) con los síntomas de sobrecalentamiento (caída) de la demanda interna. Flexibilizar (endurecer) la política monetaria para ahuyentar (atraer) a los capitales extranjeros y mitigar así la apreciación (depreciación) podría tener el efecto negativo de reforzar el sobrecalentamiento (caída de la demanda) por la vía del estímulo (desincentivo) del crédito doméstico.

Los problemas y limitaciones para las autoridades en contextos de movilidad elevada de flujos de capital son igualmente evidentes si se supone que el objetivo prioritario es la política monetaria autónoma. Cualquier modificación de los tipos de interés domésticos que los distancie notablemente de los tipos de referencia en el exterior incentivará flujos de capital intensos que serán permanentes en la medida en que se mantenga dicho diferencial de rentabilidades y que pueden minar el efecto sobre la demanda perseguido por la vía monetaria. Por ejemplo, en un contexto de excesivo auge (caída) de la demanda interna puede tratar de desacelerarse (estimularse) la economía endureciendo (flexibilizando) la política monetaria. Ahora bien, el incremento (descenso) en los tipos de interés de referencia podría muy bien atraer (ahuyentar) más capitales del exterior, lo que podría tener de hecho un efecto adicionalmente expansivo (contractivo) en caso de que la fortaleza (debilidad) en la demanda que se pretendía corregir estuviera relacionada con el fácil (difícil) acceso a la financiación externa por parte de los agentes domésticos.

En suma, el marco de análisis de Mundell-Fleming sugiere que en presencia de una elevada libertad de flujos de capital lograr simultáneamente una relativa estabilidad en el tipo de cambio y un cierto margen para una política monetaria autónoma y eficaz es como mínimo costoso, y puede ser además muy complicado tanto por las limitaciones de la intervención cambiaria esterilizada como por el hecho de que la utilización de las herramientas disponibles -intervención cambiaria y política monetaria- puede ser útil para la consecución de uno de los objetivos pero al mismo tiempo contraproducente para el otro. Por lo tanto, se derivaría de aquí una justificación genérica para la

regulación de los flujos de capital como una herramienta que puede dotar a los Gobiernos de mayor margen de maniobra para conducir sus políticas macroeconómicas con arreglo a objetivos domésticos.

2.4.3. El margen de maniobra para la política fiscal

De las disyuntivas de política macroeconómica que plantea el trilema de Mundell se derivan otras también más concretas pero también muy relevantes para los Gobiernos, concretamente en el ámbito fiscal. Se ocupan de su análisis los modelos de competencia fiscal en el plano internacional, que se encuadran en el equilibrio de competencia imperfecta y al mismo tiempo en un enfoque de economía política, pues consideran la existencia de conflictos de intereses entre distintos actores alrededor de las políticas fiscales del Gobierno. Según estos modelos, la plena movilidad de capitales supone que la política fiscal debe diseñarse para lograr atraer dicho capital, o evitar su huida, lo que provoca que los impuestos óptimos en términos de bienestar -aquellos que no ahuyentan la riqueza- son menores cuando existe plena movilidad para el capital que cuando dicha movilidad está restringida.

Desde este punto de vista, tomando como referencia el nivel óptimo de provisión de bienes públicos cuando no hay flujos de capital, la libre movilidad de capitales puede conducir a una subprovisión de dichos bienes (Schulze y Ursprung, 1999, pp. 308–311). Un planteamiento parecido es el de Keen y Marchand (1997), sugiriendo que la competencia internacional por el capital distorsiona las elecciones de gasto del Gobierno, que invertiría demasiado en infraestructuras que resulten atractivas para los propietarios no residentes de capital -por ejemplo, centros de negocios y aeropuertos- y demasiado poco en otros bienes públicos como por ejemplo parques o bibliotecas que en principio son disfrutados de forma directa solamente por los residentes en el país en cuestión.

Todas estas propuestas sostienen que el bienestar de los agentes viene determinado, entre otras cosas, por cuestiones como el nivel impositivo o la orientación del gasto público. A partir de este planteamiento, hay una distorsión en condiciones de libre movilidad de capitales, como es la capacidad que tienen los poseedores de riqueza de hacer valer sus intereses para influir en las decisiones de los Gobiernos y lograr que legislen fiscalmente en su favor, bajo la amenaza de penalizar a toda la economía con una salida de capitales. De nuevo, como en los modelos de competencia imperfecta centrados en distorsiones de los mercados financieros, existiría aquí una justificación genérica para la regulación de los flujos de capital por el argumento del segundo

óptimo. La regulación corregiría los efectos nocivos de la distorsión, inmovilizando la riqueza y haciendo desaparecer la amenaza de la huida de capitales, lo que igualaría sensiblemente las fuerzas en el conflicto social, otorgando margen de maniobra al Gobierno para aplicar políticas fiscales de acuerdo a los intereses generales.

2.4.4. Evidencia empírica de la restricción del margen de maniobra para los Gobiernos

Numerosos autores señalan que, tal y como pronostica el modelo Mundell-Fleming, la liberalización de la cuenta financiera contribuiría a reducir el margen de maniobra de los países en cuanto a sus políticas macroeconómicas (Grabel, 2003; Montiel, 2013, pp. 21–25; Ocampo, 2015; Rey, 2014, p. 311; Rodrik, 2008a, pp. 14–15; Stiglitz et al., 2006, pp. 172–174, 207–212). Ocampo y Palma (2008) identifican este efecto en los casos de Chile, Colombia y Malasia durante los noventa. En momentos de auge inversor hacia estos tres países los flujos se habrían comportado de una forma claramente procíclica, reforzando la fase alcista del ciclo económico y dificultando su adecuada gestión por parte de las autoridades.

Bhagwati (1998) razona en términos parecidos refiriéndose a la fase bajista del ciclo, señalando cómo tras las numerosas crisis financieras en países emergentes de los noventa los flujos de capital habrían supuesto un serio problema, pues la necesidad de atraer (o como mínimo no ahuyentar) a la inversión extranjera habría obligado a aplicar políticas monetarias contractivas que obstaculizaban la recuperación económica en contextos claramente recesivos. El análisis de datos de panel de Kaminsky *et al.* (2003, p. 23) sugiere igualmente que la prociclicidad de los flujos, así como su capacidad para restringir el margen de maniobra para la gestión macroeconómica tanto en el auge como en la fase recesiva, pueden considerarse rasgos plenamente constatados a partir de la experiencia.

La evidencia empírica también proporcionaría otras pruebas de la reducción del margen de maniobra para los Gobiernos, concretamente en el terreno fiscal. La libertad de flujos de capital provocaría un descenso en el nivel impositivo sobre las empresas, pues los Gobiernos, bajo la amenaza creíble de la salida de capitales, competirían a la baja en los tipos aplicados (Devereux et al., 2003; Rodrik, 2012a, pp. 211–213, 1998b; Stiglitz et al., 2006, pp. 182–184). Eso no sería sino un síntoma de la mayor fuerza de negociación del capital, plenamente móvil, respecto al trabajo, mucho más inmóvil, lo que habría originado ya desde los noventa bien una subprovisión de servicios públicos o bien una mayor carga fiscal relativa sobre el trabajo (Obstfeld, 1998, p. 18), existiendo en cualquier caso una clara reducción del déficit público (Kim,

2003). Por lo menos desde los noventa, la apertura a la inversión internacional habría colisionado cada vez con más fuerza con la demanda democrática de estabilidad y redes de seguridad que las sociedades trasladan a sus Gobiernos (Obstfeld, 1998, p. 28).

También habría evidencia empírica de cómo la libertad de inversión limita el margen de maniobra en materia de política industrial. Entre 1970 y 2003 la liberalización de los flujos de capital se correlacionaría con una apreciación significativa de los tipos de cambio en 58 países en desarrollo, lo que habría dañado la competitividad externa de las empresas domésticas dificultando el desarrollo del tejido exportador (Kinda, 2009).

Por último, la exposición a la inversión internacional determinaría también un tipo de patrón de distribución de la renta más desigual, induciendo una pérdida de peso de los salarios en la renta nacional (Lee y Jayadev, 2005), lo que se habría reflejado en incrementos persistentes del índice de la desigualdad en la distribución personal de la renta (Furceri y Loungani, 2013), que de forma simétrica parecería verse mitigada con restricciones a la movilidad de la riqueza (Checchi, 1992). Esta evidencia es consistente con el análisis de Piketty (2014) en la medida en que el incremento que este autor identifica en la desigualdad de la renta -tanto del trabajo como del capital- y de la riqueza desde los años setenta del siglo XX en las principales economías del mundo tiene lugar precisamente al calor de la oleada de liberalización de los flujos de capital que ahí se inicia.

2.5. El crecimiento en el largo plazo

2.5.1. Los modelos neoclásicos de crecimiento

El papel de la inversión internacional en el crecimiento de las economías en el largo plazo también ha sido objeto de atención para la teoría económica. El punto de partida en este área es el modelo de crecimiento de Solow (1956) para una economía cerrada, tanto en su versión originaria como en las formulaciones microfundamentadas más modernas (Frenkel y Razin, 1996, chap. 12; Obstfeld y Rogoff, 1996, p. 440), de donde se deriva la existencia de un estado estacionario hacia el que la economía tenderá en el largo plazo, caracterizado por un capital y una producción agregados que crecerán solo en la medida en que lo hagan la población y la tecnología, siendo éste último un parámetro exógeno al modelo (Blanchard et al., 2012, chap. 13; Branson, 1990, chap. 22; Obstfeld y Rogoff, 1996, p. 430).

Para introducir la inversión internacional en este marco de análisis se recurre auxiliariamente a los modelos estáticos de comercio internacional aplicados al comercio internacional de activos (Mundell, 1957), de los que se deriva que la apertura a la inversión provoca un flujo de capital desde los países donde éste es más abundante hacia aquellos donde escasea, lo que conduce a una igualación de las rentabilidades en los distintos países. Asumiendo este resultado como una hipótesis adicional, de los modelos neoclásicos de crecimiento pueden derivarse conclusiones respecto a las consecuencias de la liberalización financiera (Frenkel y Razin, 1996, chap. 12; Gourinchas y Jeanne, 2004; Gourinchas y Rey, 2013; Henry, 2007, p. 890; Obstfeld y Rogoff, 1996, p. 454).

Suponiendo una economía pequeña en la que el capital es relativamente menos abundante que en el resto del mundo, y por lo tanto el tipo de interés es mayor, la liberalización total de la inversión supondría un flujo inmediato de capital hacia el interior de la economía, atraído por las rentabilidades superiores que allí se ofrecen, hasta que la abundancia relativa del capital se iguale a la del exterior, y con ella también el tipo de interés. Esto tiene consecuencias para el crecimiento, pues la súbita afluencia inversora suplementaría el ahorro doméstico, provocando un efecto final análogo al que se conseguiría incrementando la tasa de ahorro de la economía cerrada: capital y producto seguirían tendiendo en el largo plazo a crecer solo en la medida en que lo hicieran la tecnología y la población, pero en el corto plazo y de forma temporal el crecimiento sería más rápido, permitiendo acceder a niveles permanentemente superiores de estas dos variables en el futuro. Estas ventajas se atenuarían si la libertad de circulación de la inversión no fuera total, pero aún así seguirían siendo relevantes (Barro et al., 1995).

Algunos modelos de crecimiento endógeno predicen beneficios aún mayores asociados a la libertad de flujos de capital. Con un modelo estocástico que endogeneiza el progreso tecnológico, Obstfeld y Rogoff (1996, pp. 474–481) tratan de capturar los efectos de la liberalización de flujos de capital suponiendo que los agentes tienen a su disposición dos tipos de activos en los que invertir, unos sin riesgo y otros más rentables pero también más arriesgados. Con libertad de flujos de capital, los agentes podrían diversificar su exposición al riesgo adquiriendo activos de distintos países, lo que influiría de forma decisiva en su proceso de optimización y generaría ventajas muy superiores a las detalladas por los modelos básicos. En comparación con la situación de autarquía, este modelo sugiere que el capital y el producto presentarían ritmos de crecimiento en el largo plazo superiores, y no tan solo incrementos permanentes en sus niveles. Además, este resultado es independiente de que haya diferencias entre los tipos de interés domésticos de los países antes de la

liberalización, pues lo que guía la inversión internacional según esta propuesta es simplemente la diversificación de riesgos y no la búsqueda de rentabilidades.

Los modelos neoclásicos de crecimiento a largo plazo a los que se ha aludido, incluso en sus formulaciones originarias, pueden considerarse plenamente consistentes con el marco de análisis del equilibrio competitivo en la medida en que describen la economía de forma agregada, se basan en una metodología completamente deductiva, descansan fuertemente en la formalización matemática y suponen que los mercados son perfectos. Adicionalmente, las extensiones de dichos modelos que actualmente constituyen el núcleo de la teoría del crecimiento incluyen habitualmente microfundamentación y en ocasiones también incertidumbre, lo que refuerza aún más la conexión de estos modelos con el marco del equilibrio general pues se asumen las hipótesis de agentes maximizadores y expectativas racionales.

2.5.2. El vínculo empírico entre liberalización de la inversión y crecimiento

La evidencia empírica no parece sustentar los efectos positivos para el crecimiento que los modelos neoclásicos de crecimiento asocian a la liberalización de los flujos de capital. El análisis estadístico de Rodrik (1998a) no encuentra correlación entre la apertura a los flujos de capital en términos legales y el crecimiento, resultado idéntico al ofrecido por distintos análisis de panel (Alesina et al., 1993; Edison et al., 2002; Lee y Jayadev, 2005). Otros análisis de panel encuentran correlación pero disienten respecto a su signo, que para algunos sería positivo -la apertura favorece el crecimiento- (International Monetary Fund, 2012a; Quinn y Toyoda, 2008) y para otros negativo -la apertura (restricción) penaliza (favorece) el crecimiento- (Klein, 2012; Lee, 2004; Lee y Jayadev, 2005). Un tercer grupo de análisis de panel sugiere que la correlación existiría pero condicional a otro factor, como por ejemplo la abundancia de grupos políticos que compiten por el poder -a mayor abundancia, el crecimiento se vería más penalizado por la apertura- (Chanda, 2005), o el carácter del régimen político -solo si fuera autoritario las restricciones a la inversión penalizarían el crecimiento- (Satyanath y Berger, 2007).

Por su parte, los trabajos de revisión de literatura son relativamente unánimes al afirmar que el impacto positivo (negativo) de la apertura (restricción) a los flujos de capital sobre el crecimiento no habría sido constatado de forma sólida por la literatura empírica (Bretton Woods Project y Oxfam, 2001; Chowla, 2011; Committee on the Global Financial System, 2009; Edison et al., 2004; Eichengreen, 2001; Kose et al., 2006; Lee, 2004; Ostry et al., 2010; Prasad et al., 2003; Prasad y Rajan, 2008), algo

con lo que concuerdan Jeanne *et al.* (2012) al afirmar, en su revisión de 2340 trabajos empíricos, que *“la comunidad internacional no debería tratar de promover la libertad total en el comercio de activos -ni siquiera en el largo plazo- ya que la libre movilidad del capital parece proporcionar escasos beneficios en términos de crecimiento en el largo plazo”* (Jeanne *et al.*, 2012, p. 5).

Hay también quienes buscan correlación entre los flujos de capital que recibe una economía en términos efectivos -y no su grado de apertura o restricción legal a los mismos- y el crecimiento. Los análisis de datos de panel revisados sugieren que la dependencia con respecto a los flujos de inversión externa no favorecería un mayor crecimiento en los países en desarrollo (Prasad *et al.*, 2007), y que los flujos podrían de hecho minar el crecimiento (Oliveira Damasceno, 2013), especialmente si éste es volátil (Mody y Murshid, 2011, p. 2). En un sentido parecido, los trabajos de Cardarelli *et al.* (2010) -sobre 109 episodios de auge inversor entre 1987 y 2007- y de Benigno *et al.* (2014b) -sobre 155 episodios de auge inversor entre 1980 y 2013- concluyen que la producción podría verse fuertemente impulsada en el corto plazo por el auge inversor para sufrir posteriormente severos retrocesos cuando dicho auge concluye, lo que usualmente ocurriría de forma abrupta.

Existen distintas objeciones metodológicas genéricas a la literatura mencionada. Para Aizenman y Pinto (2011) probablemente no tiene mucho sentido buscar correlaciones entre flujos agregados y crecimiento, dado que las distintas partidas de inversión presentan rasgos muy distintos. Pero los trabajos que ofrecen un análisis desagregado no difieren en exceso de los ya comentados, pues tanto la revisión de literatura de Kose *et al.* (2006) como el trabajo de datos de panel de Aizenmann *et al.* (2011, p. 17) sugieren que los flujos de cartera probablemente favorecerían el crecimiento -aunque el efecto podría ser bastante tenue-, mientras los flujos de deuda de corto plazo podrían no tener efecto alguno o incluso haber sido perjudiciales para el crecimiento en determinados periodos de tiempo. En un sentido parecido, los flujos de deuda también parecerían inducir descensos en la productividad de las economías receptoras (Kose *et al.*, 2008);

Otro cuestionamiento es el realizado por Henry (2007) al señalar que la teoría neoclásica del crecimiento predice un efecto permanente de la apertura sobre los niveles de producción en el largo plazo, pero no en su ritmo de crecimiento, que se vería estimulado solo de forma temporal. Según Henry, la literatura se habría esforzado en buscar correlaciones entre la apertura y el crecimiento en periodos dilatados de tiempo, presentando erróneamente este ejercicio como un test de validez para la teoría neoclásica del crecimiento y concluyendo, también erróneamente, que

dicha teoría no habría resistido el contraste con la realidad. Henry argumenta que los trabajos que buscan los efectos que realmente predice la teoría del crecimiento son unánimes en su diagnóstico: la liberalización actuaría como predican los modelos, es decir, acelerando temporalmente el ritmo de crecimiento y permitiendo acceder a niveles permanentemente superiores de producción. Para Rodrik y Subramanian (2008), el alcance de estas objeciones es discutible y no obligaría a revisar la intuición que mayoritariamente ofrece la literatura empírica en el sentido de que son muy escasas y débiles las pruebas de un vínculo entre apertura financiera y crecimiento.

Por otra parte, hay también autores para quienes la evidencia empírica podría perfectamente encajar con la teoría, ahora bien, no con la teoría neoclásica del crecimiento. Para Rodrik (2015a), en las economías en desarrollo no escasearía tanto el ahorro como la demanda de inversión, pues las distorsiones existentes provocarían que las numerosas oportunidades para invertir con elevada rentabilidad social ofrecieran rendimientos privados muy bajos. En esas condiciones los flujos entrantes de capital fácilmente terminarían por sustentar un incremento del consumo y no de la inversión, o bien una apreciación cambiaria dañina para el sector exportador que reduciría aún más el abanico de opciones atractivas de inversión. Por cualquiera de las dos vías parecería lógico que la inversión internacional no contribuyera al crecimiento en el largo plazo sino que de hecho pudiera minarlo.

Parecido es el argumento de Stiglitz *et al.* (2006, pp. 181–182), según el cual incluso aunque el flujo entrante se destinara a inversión productiva parecería teóricamente justificado dudar de que se promoviera el crecimiento de largo plazo. Dados los problemas de información, la financiación difícilmente nutriría sectores intensivos en tecnología, porque ofrecen rendimientos escasos en el corto plazo, sino que probablemente se destinarían a otros sectores más atractivos inmediatamente pero con escasa o nula capacidad para impulsar el crecimiento en el largo plazo.

2.6. La regulación de los flujos de capital: aproximaciones teóricas

2.6.1. La regulación para ganar margen de maniobra macroeconómico

El modelo Mundell-Fleming constituye la principal referencia teórica para analizar la posible utilidad de la regulación de flujos de capital incrementando el margen de maniobra de los Gobiernos, concretamente permitiendo simultaneizar la estabilización del tipo de cambio con cierta autonomía para la política monetaria. La regulación actuaría como una dificultad o coste añadido a los flujos de capital, debilitando así su

relación con el diferencial entre los tipos de interés interno y externo que constituye su principal motor. En condiciones de movilidad restringida, los flujos seguirían respondiendo ante desequilibrios entre los tipos de interés pero con menor virulencia que en condiciones de plena libertad.

El margen de maniobra se ampliaría más cuanto más intensa fuera la regulación, en dos sentidos. Por una parte, los objetivos de estabilización del tipo de cambio y política monetaria autónoma -entendida como diferencial de tipos de interés entre el exterior y el interior- serían, en el equilibrio, compatibles en mayor medida y a un menor coste en términos de intervención cambiaria esterilizada. Por otra parte, los flujos de capital perderían más potencia y velocidad como mecanismo corrector del diferencial de tipos de interés, y sería menos probable que logran finalmente restaurar la paridad con el exterior. Durante esta transición, que se alargaría cuanto más intensa fuera la regulación, el margen de maniobra para las autoridades sería de hecho aún mayor que en el equilibrio final.

La intuición que se ha expuesto, en cierto modo implícita en el trilema de Mundell, es modelizada explícitamente por distintos autores. Una primera opción es partir del modelo Mundell-Fleming como descripción macroeconómica de corto plazo, para considerar después la existencia de distorsiones que justifican la regulación por el argumento del segundo óptimo (Dooley, 1995, pp. 5–16). En esta línea, Dornbusch (1986) plantea un modelo en el que las rigideces en los precios de la economía, con tipo de cambio flexible, provocan que el sector productivo no pueda ajustarse con la debida rapidez a las rápidas fluctuaciones del tipo de cambio, ocasionadas a su vez de la variabilidad en los flujos de capital. La consecuencia es que el ajuste tiene lugar por la vía de variaciones bruscas tanto de la producción como del empleo, un hecho negativo que podría mitigarse mediante el establecimiento de un tipo de cambio dual, bajo el cual solamente las transacciones financieras estarían sometidas a un tipo de cambio fluctuante, mientras las transacciones comerciales se regirían por un tipo de cambio mucho más estable gracias a la intervención del Gobierno.

La rigidez en los precios, distorsión igualmente identificada por Montiel (2013, pp. 21–22), junto con un tipo de cambio flexible constituyen también el punto de partida para Farhi y Werning (2013), quienes elaboran un modelo en que la regulación de flujos de capital es necesaria para gestionar la demanda de forma contracíclica mitigando la tendencia de los flujos inversores a exacerbar el ciclo económico. Ahora bien, el mismo escenario puede sugerir también conclusiones opuestas, como ocurre en el modelo de Frenkel *et al.* (2001), quienes partiendo de una versión del modelo de sobre-reacción del tipo de cambio de Dornbusch (1976) concluyen que la regulación

de flujos de capital podría quizá reducir la volatilidad del tipo de cambio en el largo plazo, pero al precio de incrementarla en el corto plazo además de penalizar el crecimiento.

También partiendo de la presencia de distorsiones existen otras propuestas que analizan la capacidad de la regulación para evitar que la estructura productiva de la economía receptora se vea determinada por la inversión entrante. El modelo de Benigno y Fornaro (2013) plantea la existencia de dos sectores, uno de bienes comercializables con alta capacidad de crecimiento de productividad y otro de bienes no comercializables con baja productividad. Un periodo de bonanza de capitales financia un auge en el consumo, lo que provoca un desplazamiento excesivo de fuerza de trabajo desde el sector de bienes comercializables hacia el sector de bienes no comercializables, estancándose de esta forma la productividad. Esta asignación ineficiente de los recursos, fruto de que los incentivos que guían las decisiones de consumo individuales no producen patrones de comportamiento agregado beneficiosos para el interés general, constituye una distorsión, cuyos efectos nocivos podrían mitigarse, por el argumento del segundo óptimo, regulando preventivamente los flujos entrantes para atenuar el impulso que el crédito exterior proporciona al consumo doméstico.

Parecida es la conclusión del modelo de Reinhart y Smith (1998, pp. 450–454), en el que una economía pequeña produce dos bienes, uno de ellos libremente comercializable, y en el que es posible el endeudamiento con el exterior. En este escenario, un impuesto sobre dicho endeudamiento reduciría la entrada neta de capital, el consumo y el déficit corriente, además de otorgar a las autoridades la capacidad de mantener temporalmente el tipo de interés por encima del vigente en el exterior. En la misma línea, Costinot *et al.* (2011) analizan el efecto de la regulación de los flujos de capital sobre las decisiones de comercio de bienes y servicios, concluyendo que existiría una política óptima de regulación contracíclica de flujos de capital en función del momento del ciclo económico y de la balanza comercial, que se concretaría en un impuesto (subsidio) a los flujos de entrada (salida) durante el auge, y al contrario en la fase baja del ciclo económico.

Muy relacionado con el margen de maniobra es el concepto de “aprendizaje de una economía”, que Stiglitz y Greenwald (2014) definen como aquel proceso económico, político y social en que las sociedades adquieren constantemente nuevas habilidades cognitivas, productivas y organizativas con el fin de satisfacer de la mejor forma posible sus necesidades de forma adecuada a su entorno particular. Desde este punto de vista, en determinadas situaciones la regulación de los flujos de capital podría ser

una política óptima porque facilitaría el aprendizaje de la economía, lo que supone mayor potencial de desarrollo y también mayor autonomía.

Un primer ejemplo de utilidad de la regulación para promover el aprendizaje se deriva de que la asimetría en la información entre residentes y no residentes facilitaría que la inversión extranjera termine nutriendo sectores como el inmobiliario, poco favorecedores del aprendizaje y muy proclives a generar burbujas, lo que sugiere la utilidad de desincentivar este tipo de inversión mediante regulación (Stiglitz y Greenwald, 2014, p. 406,415). Un segundo ejemplo estaría en el sector exportador, cuyo buen funcionamiento tendría importantes externalidades positivas, en forma de aprendizaje, para el resto de la economía. Dado el actual marco normativo multilateral respecto al comercio internacional una de las pocas herramientas disponibles para apoyar este sector podría ser el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo y estable, lo que aconsejaría de nuevo utilizar la regulación de flujos de capital para mitigar la volatilidad y la excesiva apreciación cambiarias (Stiglitz y Greenwald, 2014, pp. 417–420).

El margen de maniobra de los Gobiernos, concretamente su capacidad de mantener tipos de interés domésticos distintos a los vigentes en el exterior, puede abordarse también a partir de los modelos neoclásicos de balance de cartera para la determinación del tipo de cambio. En este marco, la regulación se modeliza simplemente como un coste que el inversor debe afrontar y que corrige a la baja el diferencial de tipos de interés -entre la economía de origen y la de destino del flujo de capital- que, entre otras posibles variables, estaría influyendo en sus decisiones de inversión. Neira (2004, pp. 356–364) revisa diversas propuestas en esta línea, centradas en la regulación a la salida de capitales, de las que se deduce que se lograrían atenuar las oscilaciones del tipo de interés doméstico pero no impedir que éste, en el largo plazo, se acercase paulatinamente al tipo de interés vigente en el exterior. Por lo tanto, la eficacia de la regulación para otorgar margen de maniobra para la política monetaria sería limitada y en cualquier caso solo temporal.

Por último, diversas aportaciones sugieren la utilidad de regulación de flujos de capital para proporcionar margen de maniobra a las autoridades en el ámbito fiscal. Los modelos de competencia imperfecta interpretan esta política como una medida óptima para mitigar el efecto nocivo que supone la presencia de distorsiones importantes en el sistema impositivo, como por ejemplo deficiencias en un sistema recaudatorio que deja escapar con facilidad a los residentes que adquirieren activos en el exterior (Alesina et al., 1993, pp. 6–7; Neira, 2004, pp. 308–330), y que por lo tanto imposibilita a las autoridades recaudar eficazmente a un coste asumible.

En ocasiones se describen además, con un enfoque de economía política, las motivaciones de los residentes para sacar su riqueza del país (Alesina y Tabellini, 1989), pero lo más relevante de todas estas aportaciones es que justifican la restricción a los flujos de salida de capital por el argumento del segundo óptimo, ante la imposibilidad de corregir en el corto plazo los problemas del sistema recaudatorio. Son diversos los canales concretos por los que la regulación podría producir efectos positivos, como por ejemplo evitar la pérdida de base fiscal (Drazen, 1989; Giovannini, 1991) o facilitar una reducción de los tipos de interés de la deuda pública doméstica (Aizenman y Guidotti, 1990).

La economía política neoclásica de los controles de capital también aborda la relación entre la regulación de la inversión y el margen de maniobra fiscal de los Gobiernos pero desde una óptica completamente distinta (Milne, 2014, pp. 19–22; Schulze, 2000, pp. 31–54). Se asume plenamente todo el contenido del análisis del equilibrio competitivo, entendiendo la regulación como una distorsión a un mercado que puede razonablemente modelizarse como perfecto, lo que provoca ineficiencias y pérdidas en el bienestar agregado. A partir de la constatación de un hecho evidente, como es que este tipo de políticas de regulación se aplican habitualmente, de lo que se trata es de comprender por qué se da esta situación. El sistema fiscal es precisamente una de las explicaciones, pues los Gobiernos tratarían de facilitar la financiación de su presupuesto restringiendo la salida de riqueza, lo que les permitiría incrementar la presión fiscal sobre el capital doméstico y también un abaratamiento del coste de financiación de la deuda pública una vez que ésta puede constituir la principal o incluso la única opción atractiva de inversión para los residentes “atrapados” por la regulación.

Así pues, podría decirse que la teoría económica es unánime señalando la capacidad de la regulación para ampliar el margen fiscal de los Gobiernos, apareciendo las divergencias en cuanto a la valoración que se hace de este hecho. Todo depende de si se entiende que la situación de partida es modelizable como un mercado perfecto o si por el contrario se acepta la presencia de distorsiones. En el primer caso, donde cabe situar a la economía política neoclásica, la única distorsión sería la regulación de la inversión, que en consecuencia se entiende como perjudicial. Por el contrario, los modelos de competencia imperfecta encajan en el segundo caso, según el cual los efectos negativos de las distorsiones preexistentes pueden mitigarse mediante la regulación de los flujos de capital, que por lo tanto se justifica porque es beneficiosa para el bienestar.

2.6.2. La regulación como herramienta de economía política

El enfoque de la economía política neoclásica proporciona de nuevo propuestas sugerentes respecto a la utilidad de la regulación de los flujos de capital, en este caso analizando un conflicto político entre agentes, sectores de la sociedad o países, que mantienen intereses encontrados respecto a determinadas políticas públicas. El Gobierno de la economía en cuestión tomaría partido en este conflicto guiado por motivos espurios, pues adoptaría políticas perjudiciales para el bienestar del conjunto de la sociedad pero beneficiosas para el propio Gobierno o para algún sector social al que otorga un trato privilegiado.

Estas políticas solo pueden aplicarse si la regulación de la inversión atrapa la riqueza en el interior de la economía y evita la salida de capitales, liberando así a las autoridades de la necesidad de convencer a los inversores respecto a la idoneidad de sus actuaciones. De nuevo, como ya ocurría respecto al ámbito fiscal, se asume que la regulación de los flujos de capital otorga mayor margen de maniobra a los Gobiernos, si bien en este caso lo que interesa no es tanto la política pública que se aplica gracias a dicho margen -más allá de que se diagnostica genéricamente como perjudicial para el bienestar agregado- sino sobre todo el proceso por el cual un determinado grupo social logra influir en las autoridades para que legislen en su favor, dinámica en la que la regulación de la inversión tiene un papel auxiliar pero fundamental.

Son al menos tres los ejemplos concretos que ofrece la literatura revisada de estas dinámicas (Milne, 2014, pp. 19–22; Schulze, 2000, pp. 31–54). En primer lugar, la política dañina podría ser la propia regulación de la inversión, que el Gobierno aplicaría para beneficiar a la burocracia encargada de su gestión. Este grupo presumiblemente presionaría para el mantenimiento e incluso el progresivo reforzamiento de la regulación de flujos de capital a fin de ganar peso en el conjunto de la administración y de acceder a ingresos potenciales fruto de la corrupción en complicidad con los agentes que tratan de evadir las restricciones impuestas.²⁰

En segundo lugar podría darse el caso de un Gobierno que otorgara un trato privilegiado a un sector productivo de la economía doméstica, por tener éste una alta capacidad de influencia sobre los decisores políticos. La restricción de los flujos de entrada podría por ejemplo complementar una política de protección comercial que en

²⁰ Para Palley (2009, p. 21), la vigencia de este planteamiento en cuanto a la inversión internacional se habría visto muy influido por otro análogo en el ámbito de las restricciones al comercio, originado en el influyente análisis de Krueger (1974) donde se describen y modelizan comportamientos rentistas asociados a las restricciones comerciales cuantitativas. Estas conductas supondrían importantes pérdidas de bienestar por la ineficiencia que supone que los agentes dediquen importantes esfuerzos a competir, lícita o ilícitamente, por las licencias de importación.

situación de libertad para la inversión animaría al capital extranjero a acudir hacia el sector doméstico protegido comercialmente, algo que los capitalistas domésticos de dicho sector no desean (Schulze, 2000, p. 47). En una línea parecida, Aizenman (1999) plantea un modelo en el que una regulación de flujos de capital de entrada en un determinado sector inhibiría su desarrollo, comprimiendo la demanda de empleo y manteniendo bajo el precio de éste, lo que de nuevo beneficiaría a los capitalistas domésticos que operan en el mencionado sector.

El tercer y último ejemplo sería la utilización de la regulación de flujos de capital como mecanismo de redistribución de la renta en favor de los trabajadores, algo posible porque la restricción de la inversión hacia y desde el exterior permite que la rentabilidad doméstica del capital sea distinta a la del resto del mundo, lo que haría también distinta la remuneración relativa del trabajo y el capital. Como ejemplo, Schulze (2000, chap. 3,4) plantea un modelo de votantes en el que cada agente posee una cierta cantidad de capital y de fuerza de trabajo y decide apoyar con su voto aquella política que le beneficia individualmente desde el punto de vista de la maximización de su utilidad, magnitud que depende de si existe regulación sobre los capitales de salida, pues en presencia de esta política baja la remuneración interna del capital. El modelo predice que los agentes con una ratio capital/trabajo relativamente baja tenderían a apoyar la regulación de flujos de capital porque les beneficia individualmente y, dado que son mayoritarios en la sociedad, lograrían con su voto que tal política se aplicara a pesar de los perjuicios en términos de eficiencia para el conjunto de la población.

En las tres propuestas teóricas anteriores, como ya ocurriera en los enfoques de economía política neoclásica centrados en el margen de maniobra fiscal de los Gobiernos, la regulación se interpreta como la única distorsión existente, y por lo tanto sería nociva para el bienestar porque aleja a la economía del escenario de primer óptimo que de otro modo podría alcanzar. Desde el punto de vista de este enfoque teórico, la explicación última de que se aplique una política como ésta, a pesar de sus efectos perjudiciales, debe buscarse en una característica inherente a cualquier economía sometida a un orden político e institucional. Aunque lo deseable sería que la política económica se definiera en función del bienestar agregado de la sociedad tal y como lo entiende el marco del equilibrio general, lo cierto es que en la práctica el Gobierno tiene plena capacidad para complementar o incluso sustituir este criterio por otros distintos. Esto supone un problema porque en la práctica los distintos grupos de interés lograrían influir en los decisores políticos, que legislarían en muchas ocasiones en contra de la sociedad en su conjunto distorsionando el mercado, contando para ello con el apoyo de la regulación de flujos de capital.

Por último, la economía política neoclásica permite también analizar la cuestión de la regulación de flujos de capital desde una óptica internacional, de nuevo entendiendo esta política como algo dañino en términos generales pero positivo para algún actor concreto, en este caso un país. Obstfeld y Rogoff (1996, pp. 42–45) proponen un modelo en el que el Gobierno de un país receptor de inversión que no actúa como precioaceptante del capital aplica una regulación impositiva sobre la inversión internacional. El efecto es análogo al del arancel óptimo sobre el comercio de bienes y servicios: se incrementaría el bienestar individual del país que aplica la regulación porque disminuiría el tipo de interés mundial al que logra pedir financiación internacional pero a costa de una pérdida de bienestar agregado en el mundo por ineficiencias en la asignación de los recursos. Ostry *et al.* (2012b, pp. 6–7) aluden también a la posibilidad inversa, la de que un país proveedor de capital suficientemente importante restrinja su oferta de forma que incremente el precio del capital en el mundo.

2.6.3. La regulación para mitigar el riesgo de inestabilidad financiera y crisis

Durante los ochenta y noventa del siglo XX la liberalización es el factor de contexto imprescindible para explicar la inestabilidad financiera y las crisis en los países emergentes. Sin embargo, las propuestas teóricas más influyentes, tanto los modelos genéricos de competencia imperfecta como los modelos de crisis financieras, se centran en la descripción de las inconsistencias políticas e imperfecciones de los mercados que dan pie a la acumulación de riesgos y eventuales crisis, y no en la liberalización de la cuenta financiera en sí misma, proceso sobre el que no cabe actuación ni discusión alguna pues se entiende mayoritariamente como inevitable y positivo.

Es así como desde la teoría económica el papel que se otorga a la regulación de los flujos de capital en relación a la inestabilidad financiera y las crisis muy escaso. La mayor parte de los trabajos revisados entienden que esta política podría contribuir, como una medida temporal, a secuenciar adecuadamente y de forma cautelosa la liberalización externa de las economías, proceso que de llevarse a cabo de forma drástica podría provocar desequilibrios y llegar a revertirse al ser percibido como dañino (Dooley, 1995, pp. 23–24). Son claramente minoritarias las propuestas que, encuadradas en el grupo de modelos de crisis de primera generación, analizan la utilidad de la regulación para evitar las crisis. Un ejemplo es el modelo de Park y Sachs (1996), del que se deriva que la regulación de flujos de capital no sería eficaz para evitar el eventual colapso del régimen de tipo de cambio fijo cuando éste fuera

inconsistente con la política monetaria, pero al menos podría ralentizar el proceso, otorgando cierto margen de maniobra a las autoridades para hacer frente a problemas coyunturales de balanza de pagos. En un contexto similar, el diagnóstico de Bacchetta (1990) es opuesto, señalando que la regulación sería completamente ineficaz pues ni siquiera permitiría ganar tiempo.

A principios de los dos mil la atención prestada a la regulación sigue siendo escasa. Como ejemplo, en el modelo de competencia imperfecta de Palley (2005) las distorsiones incentivan un perfil de inversión entrante excesivamente volcado en el corto plazo, lo que se puede corregir con una regulación preventiva, justificada por el argumento de segundo óptimo, para mitigar el riesgo de crisis financiera.

Sin embargo, es partir de la crisis mundial que estalla en 2008 cuando las propuestas teóricas centradas en analizar la regulación preventiva de la inversión adquieren una gran relevancia, encuadradas en lo que se denomina “nueva economía del bienestar de los controles de capitales” (Aizenman, 2010; Bianchi y Mendoza, 2010; Davis y Presno, 2014; Gallagher, 2015, chap. 3, 2014, p. 9; Grabel, 2013, pp. 20–23; Jeanne et al., 2012; Jeanne y Korinek, 2010; Korinek, 2011, 2010a, 2010b; Yezpe Albornoz, 2012, chap. 2).

Las propuestas concretas difieren en los detalles, pero comparten la identificación de un fenómeno de realimentación o amplificación financiera que en caso de crisis precipita una secuencia de acontecimientos encadenados circularmente, como son la salida masiva de capitales extranjeros, la depreciación del tipo de cambio, el endurecimiento de la política monetaria para incrementar el atractivo de la economía y el colapso en la demanda e incluso los procesos de deflación de deuda. Todo surge como consecuencia de dos fallos de mercado. Por una parte, hay una externalidad en el hecho de que los inversores extranjeros no internalizan los costes que sus decisiones de inversión tienen para la economía en la que invierten llegado el caso de la crisis, lo que provoca un perfil de inversión peligrosamente escorado hacia el corto plazo, una idea que ya estaba en el modelo de Rodrik y Velasco (1999). Por otra parte, hay imperfecciones en los mercados de capitales de la economía receptora, por ejemplo en el hecho de que la validez de muchas de las garantías que los prestatarios domésticos ofrecen a sus financiadores externos se degrada rápidamente en caso de crisis, tanto por la depreciación del tipo de cambio inducida durante la salida de capitales como porque el precio de los colaterales se colapsa cuando existe una gran presión vendedora de los mismos para poder hacer frente a los pagos comprometidos.

El mecanismo de amplificación expuesto genera pérdidas relevantes de bienestar para

la economía, pues la mayor probabilidad de crisis frecuentes implica mayor volatilidad potencial de las variables macroeconómicas ligadas a la demanda, lo que tiene a su vez graves consecuencias sociales. El argumento del segundo óptimo justifica regular las entradas de capital mediante un impuesto preventivo que desincentive el excesivo auge inversor durante la fase alcista, lo que permite disminuir tanto el riesgo de crisis como la severidad de sus consecuencias en caso de que ésta se produzca. Regulando la inversión las autoridades tratarían de asegurar que la estabilidad financiera, entendida como un bien público generador de bienestar, alcanzara un nivel de producción óptimo socialmente.²¹

Por último, cabe señalar también propuestas que analizan la utilidad de la regulación de los flujos de capital para mantener la estabilidad financiera internacional. Para Korinek (2012a) las medidas que cada país pudiera adoptar para mitigar los efectos de sus propias imperfecciones serían también óptimas para la economía mundial, ya que ésta sería más estable en la medida en que lo fueran las economías individuales. Por su parte, Stiglitz (2010) adopta de entrada un punto de vista de alcance global al plantear un modelo en el que un sistema financiero internacional fuertemente interconectado es proclive a sufrir fenómenos de contagio a causa de las imperfecciones en la información, de forma que un problema financiero en principio acotado puede acabar alcanzando dimensión mundial. La regulación de flujos de capital selectiva y modulada por cada país en función de las circunstancias podría mejorar el bienestar agregado de la economía mundial al reducir la probabilidad del mencionado contagio.

2.6.4. *Cómo actúa la regulación*

La teoría económica ofrece intuiciones, aunque no muy numerosas, respecto al funcionamiento práctico de la regulación de flujos de capital. Weitzman (1974) ofrece un primer ejemplo de cómo abordar teóricamente la discusión respecto a qué tipo de medidas, de precios o de cantidades, es preferible utilizar para corregir los efectos nocivos de las distorsiones de los mercados.

Un segundo ámbito es el canal por el que la regulación incide en el mercado, cuestión que se puede analizar a partir de los modelos de balance de cartera para la determinación del tipo de cambio. Estas propuestas permiten modelizar una medida impositiva sobre un determinado tipo de transacción como una simple corrección a la baja del diferencial de rentabilidades accesible para el inversor, lo que disminuye el

²¹ Para diagnósticos no tan optimistas respecto a la conveniencia de regular la inversión en un escenario como el descrito, véanse los trabajos de Benigno *et al.* (2014a, 2012).

incentivo existente para invertir en la economía objeto de estudio. En esta línea, el modelo de Magud *et al.* (2011, pp. 12–21) sugiere que la medida de regulación actuaría alterando la función de utilidad que trata de maximizar el inversor representativo cuando diseña su cartera de inversión. Los efectos serían la disminución del flujo total entrante y el cambio en su composición, con un menor peso relativo de los flujos de corto plazo, pues el coste que supone el impuesto para el inversor sería relativamente mayor cuanto menor fuera el plazo de su inversión. Esta propuesta teórica también sugiere que gracias a la disminución del volumen de flujos y al cambio en su composición podrían mantenerse mayores diferenciales de tipos de interés con el exterior así como una menor tendencia a la apreciación real del tipo de cambio.

Por último, la economía política neoclásica ofrece también propuestas que abordan teóricamente la cuestión de la evasión de la regulación de flujos de capital, describiendo el fenómeno como resultado de la interacción conflictiva entre dos agentes maximizadores: los reguladores que tratan de recaudar y los agentes que quieren evitar pagar impuestos (Schulze, 2000, chaps. 6, 7).

2.7. La regulación de flujos de capital en la práctica

2.7.1. Por qué se utiliza la regulación de flujos de capital: evidencia empírica

La literatura empírica sugiere que los factores a considerar para comprender que los Gobiernos regulen la inversión internacional podrían encuadrarse en tres ámbitos: las motivaciones directas de los Gobiernos, el conflicto social alrededor de la política de regulación y el margen legal disponible para la aplicación de esta política.

En cuanto a las motivaciones directas de las autoridades, parece que en muchas ocasiones la regulación se aplicaría para lograr un mayor margen de maniobra en la aplicación de la política económica, en diversos sentidos (Alesina *et al.*, 1993; Eichengreen, 2001; Epstein *et al.*, 2004; Fratzscher, 2012; Johnston y Tamirisa, 1998; Magud y Reinhart, 2006; Neely, 1999; Ocampo y Palma, 2008). Por ejemplo, la regulación de la inversión facilitaría la aplicación de políticas monetarias contracíclicas, permitiendo mayores diferenciales de tipos de interés con el exterior a un menor coste en términos de estabilización del tipo de cambio. En una época de posible recalentamiento económico, la regulación de flujos de capital entrante evitaría que la subida de tipos de interés para atemperar la demanda generase una mayor afluencia inversora que contribuyera de hecho a incrementar el sobrecalentamiento. En

contextos turbulentos o recesivos, la regulación de flujos de capital saliente impediría que las políticas monetarias laxas para impulsar la economía comprometieran la estabilidad cambiaria induciendo la salida de capitales.

La regulación de flujos de capital también podría otorgar mayor margen presupuestario, pues al evitar la salida del ahorro doméstico facilitaría la obtención de ingresos fiscales, y derivado de lo anterior podría ofrecer también un mayor margen de maniobra para aplicar políticas sociales autónomas. La política industrial también vería ampliado su alcance, ya que la regulación de flujos de capital permitiría incentivar determinados tipos de inversión entrante e influir en el comportamiento del tipo de cambio, una variable decisiva para el desarrollo del sector exportador. Todas las potenciales utilidades referidas estarían presentes fuera cual fuera el régimen cambiario, pero su relevancia sería si cabe mayor con tipos de cambio fijo, situación en la que la regulación de flujos de capital se convierte en la condición imprescindible para dotar a las autoridades de cierto margen para la gestión macroeconómica autónoma.

Más allá del margen de maniobra, las autoridades también buscarían mediante la regulación de la inversión mitigar el riesgo de inestabilidad financiera y crisis. Durante episodios de fuerte afluencia inversora, determinadas características de las economías receptoras podrían incentivar un perfil de inversión entrante intenso, volátil y quizá sesgado hacia la financiación de corto plazo y/o en divisas. Sería habitual regular preventivamente los flujos de capital para evitar que esta inversión provocara una acumulación de riesgos excesivos en los balances de los agentes -de crédito, cambio o liquidez- o la generación de burbujas de activos, factores que incrementarían el riesgo de sufrir una crisis financiera.

Al margen de las motivaciones que impulsan a los Gobiernos a regular la inversión, un segundo ámbito relevante para comprender este fenómeno parece ser la economía política doméstica. La regulación de la inversión internacional tendría siempre implicaciones desiguales para el capital y el trabajo (Crotty y Epstein, 1999, 1996), de lo que se deduce que dicha medida provocará en estos agentes posiciones potencialmente encontradas. Desde posiciones refractarias a la regulación se trataría de velar este conflicto político (Dierckx, 2012), pues la “despolitización” del debate, enfocándolo como una cuestión meramente técnica, permitiría un mayor peso de los argumentos teóricos en contra de la regulación, todos ellos relacionados con la eficiencia, y también una mayor dificultad para que la política de regulación lograra recabar apoyos en la sociedad.²²

22 Olivier Blanchard, por ejemplo, sugiere que *"aunque la cuestión de los controles de capital lleva aparejados*

Asumiendo la posición, que se antoja más realista, que acepta la existencia de un conflicto político alrededor de la regulación de flujos de capital, parece claro que dicho conflicto y la correlación de fuerzas que surge del mismo serán probablemente elementos clave para entender quienes son los partidarios y detractores de esta política (Crotty y Epstein, 1996, pp. 134–135) y, derivado de ello, por qué determinados Gobiernos finalmente la aplican mientras otros renuncian a hacerlo (Dierckx, 2012; Farhi et al., 2011; Gallagher, 2015, chap. 5; Vermeiren y Dierckx, 2012).

Algunas aportaciones parten de este planteamiento para señalar que la regulación, más allá de perseguir objetivos inmediatos relacionados con el margen de maniobra o la estabilidad financiera, respondería a un interés -espurio- del Gobierno buscando el beneficio de determinados agentes de la economía. Por ejemplo, en el caso de Malasia a partir de 1998 distintos trabajos argumentan que la regulación de flujos de salida de capital habría permitido que ciertas empresas que recibían un trato privilegiado por parte del Gobierno antes de la crisis continuaran disfrutando de esas ventajas tras el estallido de la misma (Johnson et al., 2006; Johnson y Mitton, 2003).

Otras aportaciones, más numerosas, se centran en el conflicto político para identificar factores que favorecen y obstaculizan la puesta en práctica de la regulación de la inversión. Gallagher (2015, chap. 1,9), a partir de su análisis de las experiencias con flujos intensos de capital entrante de Brasil, Chile, Sudáfrica y Corea del Sur durante los dos mil, destaca algunos factores que parecerían incrementar las probabilidades de que un Gobierno pudiera poner en práctica una regulación preventiva de flujos de capital.

Un primer factor sería la presencia de instituciones fuertes, con capacidad para regular de forma ágil y ejecutiva cuando lo crean conveniente. En segundo lugar sería relevante el apoyo de la industria exportadora, algo que parece más sencillo si existe un sistema financiero diversificado que evite a este sector depender excesivamente para su financiación del capital extranjero. Ello permitiría que una fuerte entrada de capitales fuera percibida por este sector como un problema -porque la apreciación cambiaría a la que contribuye mina la competitividad exterior en precios- y no tanto como una oportunidad de financiación barata, situación que facilitaría un apoyo muy relevante para la regulación preventiva que mitigara y modulara dicho auge inversor.

En tercer lugar, parecería también relevante el apoyo de los trabajadores del sector exportador. Ello requeriría que la fuerza laboral valorara más su puesto de trabajo -en

matices ideológicos, se trata fundamentalmente de una cuestión técnica, de hecho con un alto contenido técnico" (Blanchard, 2011).

riesgo si la apreciación cambiaria a la que contribuyen los flujos entrantes mina la competitividad en precio de la industria en la que trabajan- que su capacidad de consumo -que se ve incrementada por la apreciación cambiaria. En este sentido, la fuerza del tejido sindical parece un factor que podría potenciar esta actitud de los trabajadores favorable a la regulación. Adicionalmente, como señalan Crotty y Epstein (1996, pp. 134–135), un movimiento sindical más sólido supondría un mayor equilibrio de fuerzas con respecto al sector empresarial, de forma que el criterio de éste último respecto a la regulación de la inversión -presumiblemente refractario- tendría quizá menor poder de influencia sobre la acción de las autoridades.

En cuarto lugar, sería importante mantener vivo en la memoria colectiva el relato de crisis financieras pasadas, a fin de que el paso del tiempo no minara excesivamente el convencimiento de que la regulación preventiva es útil y necesaria. En quinto y último lugar, se destaca la relevancia de que el Gobierno explique su política de regulación de forma pedagógica, persuasiva y tranquilizadora. La terminología podría ser en este sentido relevante, evitando denominaciones con fuerte carga peyorativa como “control de capitales” -bastante estigmatizadas desde los años ochenta y noventa- y apostando más bien por encuadrar esta política como un tipo más de regulación pública destinada a la estabilización y la corrección de imperfecciones, si acaso muy conectada con la regulación macroprudencial.

Junto a los factores que favorecerían la aplicación de la regulación de flujos de capital, desde el análisis de experiencias bajo un enfoque de economía política se destacan igualmente las dificultades que normalmente encontrarán las autoridades que quieran establecer una regulación preventiva sobre los flujos de inversión (Gallagher, 2015, pp. 102–103). Durante un auge inversor que aprecia el tipo de cambio, incentiva las importaciones y acelera la concesión de crédito, aquellos agentes que percibirían la regulación como un coste en el corto plazo -presumiblemente el sector financiero y el sector empresarial dependiente de la financiación exterior- viven un momento muy favorable para sus negocios, lo que les sitúa en una posición idónea para influir en la acción del Gobierno tratando de que “no acabe con la fiesta” dificultando la libre afluencia de financiación externa.

Además, cabe recordar que las potenciales crisis evitadas gracias a una actitud precavida de las autoridades pasan evidentemente inadvertidas, con lo que los beneficios que supone para una economía regular preventivamente la inversión son difíciles de capitalizar para los Gobiernos. Por el contrario, los costes que supone en el corto plazo interferir en los flujos de capital son plenamente visibles y pueden ser esgrimidos cada vez con más fuerza por los detractores de esta política a medida que

las últimas experiencias de crisis se alejan en el tiempo y la regulación se antoja cada vez más como una precaución exagerada. Por lo tanto, es probable que los periodos de estabilidad financiera, a medida que se prolongan, contribuyan a reforzar cada vez más un sesgo contrario a la regulación en el conjunto de la sociedad (Aizenman y Pinto, 2011, p. 22). Paradójicamente, un esfuerzo regulador preventivo no solo encontrará previsiblemente oposición en cualquier momento, sino que en la medida en que sea eficaz podría ver cómo el apoyo social que recibe se va erosionando cada vez más con el tiempo, fruto de su propio éxito.

Además de las motivaciones de las autoridades y del conflicto social, el tercer y último ámbito al que se alude en la literatura empírica para analizar por qué se aplica la regulación de flujos de capital es el margen de maniobra legal del que gozan los Gobiernos, delimitado por los diversos marcos normativos internacionales -cambiantes a lo largo del tiempo- a los que están sometidos (Ostry et al., 2011, p. 20; Pasini, 2011). En todos los casos será relevante para los países lo que establezca el IMF, tanto de forma genérica como específicamente con los países con los que tenga programas de financiación activos -sobre los que tendrá mayor capacidad de influencia- (Gallagher, 2015, chap. 2,6; International Monetary Fund, 2012b). Además, en función del país que se trate, podría ser también relevante lo establecido por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en lo sucesivo Organisation for Economic Co-operation and Development o OECD) (Organisation for economic co-operation and development, 2012), la Unión Europea (Unión Europea, 1993) o los tratados de comercio e inversión tanto bilaterales como en el marco de la Organización Mundial del Comercio (OMC) (Gallagher, 2015, chap. 8; Gallagher y Stanley, 2013, 2012).

El margen de maniobra legal del que gozan los países para regular la inversión internacional es una cuestión que no puede analizarse sino en cada caso específico, pero parece constatado que los tratados bilaterales de comercio e inversión, que tratan de garantizar un trato favorable y no discriminatorio a los inversores extranjeros, constituyen actualmente una seria barrera legal que dificulta a muchos países la aplicación de este tipo de políticas (Gallagher, 2012b, 2011a; Gallagher et al., 2013; Gallagher y Stanley, 2013, 2012, p. 3; Griffith-Jones y Gallagher, 2012, 2011; Ocampo, 2015, p. 22).

2.7.2. Eficacia de la regulación de flujos de capital

La revisión de literatura respecto a los efectos de la regulación de flujos de capital toma como punto de partida los trabajos de Habermeier *et al.* (2011) y Magud y

Reinhart (2006). En total se han considerado 114 trabajos empíricos (cuadro 2.1): 77 exponen uno o varios estudios de caso de forma separada, 42 de ellos utilizando técnicas econométricas; 30 son análisis de sección cruzada, de los que 23 utilizan técnicas de datos de panel; por último, se incluyen siete revisiones de literatura.

Los trabajos que utilizan la metodología del estudio de caso se centran en un total de veinte experiencias de regulación de flujos de capital. Catorce de ellas son casos de regulación de flujos de entrada: Japón en los años 70, Brasil, Chile, Colombia, Malasia y Tailandia en los noventa, y Brasil, Colombia, Corea del Sur, Croacia, Indonesia, Perú, Tailandia y Taiwán en los dos mil. Hay dos casos de regulación a los flujos de salida: Malasia tras la crisis que estalla en 1998 e Islandia después de su colapso bancario de 2008. Por último, hay cuatro casos de regulación simultánea a los flujos de entrada y de salida: Italia entre los sesenta y noventa, China e India entre los noventa y los dos mil (estos tres casos como ejemplos de países en proceso de progresiva liberalización) y Argentina a principios de los dos mil, tras su crisis de deuda soberana.

Para diagnosticar la eficacia de la regulación de flujos de capital analizada, los trabajos consultados tratan de detectar uno o varios de entre ocho posibles efectos. Dos de ellos podrían considerarse los objetivos directos o inmediatos que perseguiría la regulación, como son disminuir el volumen de flujos y alterar su composición de forma que ganen peso los de mayor plazo de vencimiento. Los otros seis efectos serían derivados de los anteriores, y estarían relacionados con los objetivos últimos que justificarían la aplicación de esta política, como son la ampliación del margen de maniobra y una mayor estabilidad financiera. Como síntomas de un mayor margen de maniobra serían cuatro los efectos que la literatura busca: mitigación de alteraciones pronunciadas en el nivel del tipo de cambio (preocupa la apreciación que generan los flujos de entrada y la depreciación causada por los flujos de salida), disminución de la volatilidad del tipo de cambio, mayor independencia de la política monetaria en forma de diferenciales superiores de tipos de interés con respecto al exterior y, por último, ampliación del margen de maniobra fiscal para los Gobiernos, ya sea proporcionando directamente una mayor base para la política impositiva o abaratando el coste de la deuda pública. Algunos trabajos, partiendo de algunos de los indicadores mencionados, se pronuncian también respecto a si se ha logrado un mayor margen de maniobra en términos generales, una información que también ha sido considerada.

Cuadro 2.1. Revisión de literatura empírica sobre efectos de la regulación de flujos de capital: trabajos empíricos considerados

Estudios de caso (77)	(Abhakorn y Tantisantiwong, 2012) (Baba y Kokenyne, 2012) (Baumann y Gallagher, 2013, 2012) (Cárdenas, 2007) (Cárdenas y Barrera, 1997) (Cardoso y Goldfajn, 1998) (Carvalho y Garcia, 2008) (Chamon y Garcia, 2014) (Chumacero et al., 1997) (Clements y Kamil, 2009) (Coelho y Gallagher, 2010) (Concha et al., 2011) (Costa da Silva y Resende, 2010) (David, 2008) (De Gregorio et al., 2000) (Edison y Reinhart, 2001) (Edwards, 1999, 1998) (Edwards y Rigobon, 2009) (Esaka y Takagi, 2012) (Forbes et al., 2011)	(Fratzscher, 2014) (Gallego et al., 2002) (Goh, 2005) (Habermeier et al., 2011) (Hutchison et al., 2010) (International Monetary Fund, 2013a) (Jinjarak et al., 2013, 2012) (Jittrapanun y Prasartset, 2009) (Johnson et al., 2006) (Kaplan y Rodrik, 2002) (Laurens y Cardoso, 1998) (Levy Yeyati et al., 2009) (Ma y McCauley, 2008) (Rincón y Toro, 2010) (Roure et al., 2013) (Sen Gupta y Sengupta, 2014) (Soto, 1997) (Tamirisa, 2006) (Valdés-Prieto y Soto, 1998)	Técnicas economét. (42)
	(Aguirre y Alonso, 2013) (Aguirre, 2014) (Ariyoshi et al., 2000) (Battilossi, 2003) (Carneiro y Rossi, 2012) (Central Bank of Iceland, 2012) (Cordero y Montecino, 2010) (Cowan y De Gregorio, 2007) (European Commission, 2012) (Gallagher, 2011b) (Holland, 2014) (International Monetary Fund, 2015, 2012c, 2012d, 2011c) (Jankov y Banka, 2009) (Le Fort y Budnevich, 1996) (Magud y Reinhart, 2006) (Mohan y Kapur, 2009)	(Nadal-De Simone y Sorsa, 1999) (Ocampo, 2002) (Ocampo y Palma, 2008) (Otani et al., 2011) (Palma, 2000) (Paula y Prates, 2013a) (Pereira da Silva y Harris, 2012) (Prates, 2012) (Reinhart y Smith, 1998) (Rojas-Suárez, 2002) (Sen Gupta, 2010) (Shah y Patnaik, 2007) (Stiglitz et al., 2006) (Thaicharoen y Ananchotikul, 2009) (Titelman y Vera, 2009) (Yongding, 2009)	Otras técnicas (35)
Sección cruzada (30)	(Abarca et al., 2012) (Ahmed y Zlate, 2013) (Bayoumi y Saborowski, 2012) (Binici et al., 2009) (Campion y Neumann, 2004) (Cardarelli et al., 2010) (Carlson y Hernandez, 2002) (Del Giudice Rodriguez y Wu, 2012) (Edison y Warnock, 2003) (Erten y Ocampo, 2013) (Forbes et al., 2015) (Fratzscher, 2012)	(Giovannini y De Melo, 1993) (International Monetary Fund, 2012a) (Klein, 2012) (Montiel y Reinhart, 1999) (Nier et al., 2014) (Ostry et al., 2011) (Ostry et al., 2012a) (Pasricha et al., 2015) (Straetmans et al., 2008) (Versteega y Straetmans, 2013) (Yepez Albornoz, 2012)	Datos de panel (23)
	(Ariyoshi et al., 2000) (Bruno et al., 2015) (Edwards, 1999) (Epstein et al., 2004)	(Kaminsky y Schmukler, 2000) (Kawai y Lamberte, 2010) (Reinhart y Smith, 1998)	Otras técnicas (7)
Revisión literat. (7)	(Dooley, 1995) (Eichengreen, 2001) (Habermeier et al., 2011) (Magud y Reinhart, 2006)	(Ocampo, 2012a) (Ostry et al., 2010) (Ostry et al., 2012b)	

Por otra parte, el principal síntoma que la literatura habría buscado para constatar si se cumple el propósito de lograr una mayor estabilidad financiera sería la disminución en el ritmo de variación del precio de los activos domésticos, interpretando dicha disminución como un rasgo positivo porque supondría dificultar la creación de burbujas durante la fase alcista así como atenuar el colapso en el precio de los activos, tan dañino para los balances, durante la fase bajista del ciclo inversor.

Para representar de forma sintética los resultados de la revisión realizada se ofrece una tabla con los posibles efectos de la regulación en columnas y con las distintas metodologías de análisis -estudio de caso, sección cruzada y revisión de literatura- en filas (tabla 2.1).

Para cada experiencia de regulación y cada efecto se indica el número de trabajos revisados que ofrecen un diagnóstico seguido del número de trabajos que detectan ese efecto concreto, lo que se interpreta con un indicio de eficacia. Por ejemplo, en la fila correspondiente a la experiencia de regulación de Brasil durante los noventa y la columna correspondiente al efecto de reducción del volumen de flujos aparece “5/2”, lo que indica que cinco de los trabajos revisados buscan pruebas de este efecto en esta experiencia, y solamente dos las encuentran. Las dos últimas filas indican los resultados que ofrecen los trabajos de sección cruzada y revisión de literatura. El diagnóstico de eficacia que ofrece cada uno de los trabajos revisados respecto a los efectos señalados se detalla en el anexo I.

Pueden hacerse al menos cinco consideraciones respecto a estos resultados. La primera es que cuando una variable se ve afectada por la regulación, es casi siempre en el sentido pretendido por los reguladores, habiendo solamente tres de los 114 trabajos revisados que encuentran evidencia de efectos contrarios a los deseados, que se identifican en el cuadro 2.1 mediante el signo “*” (Clements y Kamil, 2009; Straetmans et al., 2008; Versteega y Straetmans, 2013). Una segunda consideración es la casi total unanimidad diagnosticando la eficacia en las dos experiencias puras de regulación a las salidas de capital (Islandia y Malasia) y también en los cuatro casos de regulación simultánea de entradas y salidas de inversión (China, India, Italia y Argentina).

La tercera consideración es la gran dependencia del caso particular que presentan los resultados para las experiencias de regulación de flujos de entrada, un rasgo ya destacado por distintos trabajos de sección cruzada (Ariyoshi et al., 2000; Edison y Warnock, 2003), y que Habermeier et al (2011) resumen de la siguiente forma: “...por razones que todavía no se comprenden bien, los controles de capital y otras medidas

prudenciales relacionadas logran sus objetivos en algunos casos pero no en otros, y no es posible ofrecer conclusiones definitivas” (Habermeier et al., 2011, p. 4).

Tabla 2.1. Revisión de literatura empírica sobre efectos de la regulación de flujos de capital. Principales resultados

			Efectos inmediatos		Efectos derivados					
					Margen de maniobra					Estab financ
Met.	Tipo reg	Experiencia	Flujos vol	Flujos comp	T.C. nivel	T.C. volat	Polit. Mone.	Ingr públic	Valor. Agreg.	Precio activ.
Casos	Entradas	Japón (70)	1/0	1/0						
		Brasil (90)	5/2	3/2	1/0	1/0	1/0			
		Chile (90)	14/5	14/12	11/2	3/3	11/8			1/1
		Colombia (90)	6/2	6/3	3/1		3/2			1/1
		Malasia (antes 1998)	3/3	3/2	2/1		1/1			1/1
		Tailandia (90)	1/1	1/1	1/0	1/0	1/0			
		Brasil (00)	6/0	10/8	8/6	4/4	6/6			2/2
		Colombia (00)	6/3	5/3	7/0	1/0*	4/2			1/1
		Corea del Sur (00)	3/0	4/1	2/1	1/1	4/1			3/2
		Croacia (00)		1/1						
		Indonesia (00)		1/1	1/0					1/0
		Perú (00)		1/1		1/1				
		Tailandia (00)	6/5	5/3	5/1	1/1	3/0			2/1
		Taiwán (00)			1/1		1/1			1/1
	Salida	Malasia (después 1998)	2/2	1/1		1/1	4/4		5/3	
		Islandia (después 2008)			1/1			4/4	2/2	
	Entradas + salidas	Italia (60-90)						1/1		
		China (90-00)					2/2		1/1	
		India (90-00)		4/4	4/4					1/1
		Argentina (00)					1/1			
Secc. cruzada			6/4	7/7	5/3	5/1*	9/4*	1/1	6/6	1/0
Rev. literatura			4/3	5/5	5/4	1/0	5/5	2/2	3/3	

* Uno de los trabajos que no detecta el efecto deseado por los reguladores identifica en su lugar el efecto opuesto

Prácticamente cualquier experiencia de regulación de flujos de entrada sometida a análisis por más de dos trabajos da pie a diagnósticos opuestos en cuanto a la

presencia de cada uno de los efectos buscados. Ahora bien, si se acepta como indicio de eficacia que una mayoría de los trabajos que buscan un efecto logren finalmente detectarlo, es posible establecer una diferenciación entre las diferentes experiencias sometidas a estudio. Por ejemplo, la experiencia de Brasil en los dos mil podría calificarse de bastante exitosa, porque en seis de los siete efectos buscados por la literatura hay una mayoría de diagnósticos positivos. El caso de Chile durante los noventa sería de una eficacia intermedia, con cuatro efectos muy analizados por la literatura de los que solamente dos parecerían haberse logrado. Los casos de Colombia y Tailandia durante los dos mil habrían sido probablemente menos exitosos, pues en la mayoría de los efectos buscados por la literatura dominan los diagnósticos negativos, es decir, los efectos no detectados.²³

La cuarta consideración es que, a pesar de la heterogeneidad mencionada en cuanto al grado en que se logran distintos efectos en cada una de las experiencias revisadas, aparecen algunos efectos que se detectan en un mayor número de experiencias que otros. De entre los efectos más buscados por la literatura, el cambio en la composición de los flujos, la mayor independencia en la política monetaria y la menor volatilidad en el tipo de cambio serían los efectos que más habitualmente se logran. En sentido contrario, la disminución del volumen total de flujos o la alteración del nivel del tipo de cambio serían los objetivos más difíciles de lograr. El efecto sobre los ingresos públicos, a pesar de no atraer demasiada atención -porque suele ser relevante sobre todo para las regulaciones a la salida de capitales, minoritarias en el conjunto de experiencias revisadas- parece sin duda lograrse en las dos experiencias en las que se ha buscado (Italia e Islandia), y es considerado también un efecto indudable de la regulación tanto por el análisis de sección cruzada como por las dos revisiones de literatura que se ocupan de la cuestión.

Como quinta y última consideración, cabe destacar que los trabajos que valoran en términos agregados la política de regulación, ya sean análisis de caso, trabajos de sección o revisiones de literatura, sugieren que la regulación de flujos de capital suele ser útil para otorgar mayor margen de maniobra a las autoridades. Ahora bien, este diagnóstico compartido admite puntos de vista muy distintos. Si para algunos autores el margen proporcionado por la regulación de flujos de capital debe entenderse como algo inherentemente positivo (Epstein et al., 2004; Ocampo, 2012a), para otros las autoridades no habrían aprovechado dicho margen para acometer determinadas

23 Un diagnóstico más refinado respecto a la eficacia de la regulación a partir de la revisión de literatura exigiría valorar comparativamente la robustez de los resultados obtenidos por todos los trabajos que se pronuncian respecto a un mismo efecto de la regulación en una determinada experiencia histórica, algo que queda fuera del alcance de esta investigación. Una propuesta en esta dirección puede encontrarse en la revisión de literatura que ofrecen Magud y Reinhart (2006).

reformas necesarias, sino más bien para “comprar tiempo”, es decir, para seguir aplicando políticas a menudo inconsistentes -monetaria o fiscalmente- que posiblemente estuvieran en el origen de los problemas de los que se culpó a los flujos de capital y que justificaron su regulación (Battilossi, 2003; Dooley, 1995; Edwards, 1999, p. 69).

2.7.3. *Evasión de la regulación de flujos de capital*

La experiencia empírica inspira abundantes relatos respecto a las formas en que se pueden evitar los costes o restricciones que impone la regulación de flujos de capital utilizando tanto el comercio internacional de bienes y servicios como los mercados financieros. En el ámbito comercial cabe citar al menos tres estrategias relevantes. La primera es la exportación ilícita de bienes, que permite evadir una restricción a los flujos de salida de capital que usualmente viene acompañada de la obligación para los exportadores de repatriar -venta al Banco Central del país o a algún banco comercial doméstico- las divisas ingresadas en el exterior por sus ventas a clientes extranjeros (Schulze, 2000, chap. 5). La exportación ilícita es evidentemente oculta, lo que impide a las autoridades tener constancia de la transacción por la que se ingresan las divisas y permite al exportador mantenerlas como activos en el exterior evadiendo las restricciones impuestas.²⁴

Una segunda estrategia en el ámbito comercial es aprovechar las actividades legales de importación y exportación, usualmente menos restringidas que las transacciones financieras, para llevar a cabo operaciones que nada tienen que ver con el comercio de bienes y que permiten, de nuevo, evadir una restricción a la salida de capitales (Crotty y Epstein, 1996, p. 140; Neely, 1999, p. 27; Neira, 2004, pp. 353–356; Schulze, 2000, chap. 5; Spiegel, 2012; Yongding, 2009, p. 19). Ello puede lograrse falseando los importes de las facturas declaradas, de forma que un importador (exportador) declararía haber pagado (cobrado) más (menos) de lo que realmente vale aquello que compra (vende) en el exterior, destinándose parte de esa diferencia a la adquisición de activos en divisas fuera del país. Otra opción consiste en alterar los plazos de los pagos (cobros) internacionales en relación con la recepción (entrega) de los bienes importados (exportados). El importador (exportador) podría pagar (cobrar) con

24 Una variante de esta estrategia a pequeña escala permite que una persona evite la restricción a la salida (entrada) de capital exportando (importando) personalmente dinero hacia (desde) el exterior, ya sea en efectivo o mediante una tarjeta de crédito. Así, el monto de moneda que casi siempre puede cambiarse legalmente para uso personal por motivos de viaje turístico es utilizado para adquirir activos financieros en el exterior (interior) de la economía, con lo cual se evita la restricción impuesta por la regulación. En lugar de efectivo, es posible también viajar personalmente con objetos valiosos como joyas o relojes, y utilizar los ingresos obtenidos de su venta para adquirir activos en el país de destino, una dinámica que parecería haberse producido en Islandia después de 2008 (Gylfason, 2011).

anticipación (retraso) el importe de bienes o servicios adquiridos (vendidos) en el exterior a cambio de un descuento (recargo). De esta forma, lograría en la práctica prestar fondos al resto del mundo, lo que constituye un flujo de capital de salida que se disfraza de transacción derivada del comercio. En el caso de los tipos de cambio dual, disfrazar la transacción financiera como comercial permite a un residente estar sujeto al tipo de cambio comercial, usualmente más ventajoso por estar apuntalado por la intervención del Gobierno, y no al tipo fluctuante al que deben someterse las operaciones financieras.

En la década de los dos mil, en Brasil parecería haberse puesto en práctica una variante relacionada con las anteriores en la cual un agente finge llevar a cabo una actividad exportadora para acceder sin restricción o impuesto alguno a una financiación externa que en la práctica es completamente desviada hacia la inversión en títulos de renta fija doméstica, evadiendo así la regulación tributaria que afecta a los flujos entrantes de cartera o de inversión bancaria (Carneiro y Rossi, 2012, p. 13; Pereira da Silva y Harris, 2012, pp. 36–37). Por su parte, Islandia ofrecería a partir de 2008 otro ejemplo destacable de cómo se puede evadir una regulación de salida de capitales con la intermediación de un exportador. El agente que desea evadir la restricción pagaría al exportador en moneda doméstica por las divisas que éste posee en el exterior, y cuya recepción no ha declarado a las autoridades. Así, el agente consigue tener activos en divisas en el exterior, comprados con moneda local mediante una transacción sin declarar, mientras el exportador ha obtenido por las divisas que guardó en el exterior más moneda doméstica de la que habría ingresado en caso de haberlas declarado y vendido de la forma en que estipula la regulación (International Monetary Fund, 2012a, pp. 19–33).

La tercera y última estrategia de evasión dentro del ámbito comercial se relaciona con el comercio internacional intrafirma, que gracias a la manipulación de los precios de transferencia permitiría sostener esquemas de financiación transnacionales que sortean la regulación de flujos de capital. La importancia de esta dinámica es destacada en términos generales por Neira (2004, pp. 353–356) y también por Yongding (2009, p. 19) para el caso de China durante los noventa y los dos mil.

Aparte de recurrir al ámbito del comercio internacional, también es posible evitar los costes o restricciones que impone la regulación de flujos de capital en el propio mercado financiero, existiendo como mínimo tres alternativas útiles para este fin (Brondolo, 2011; Neely, 1999, p. 27; Spiegel, 2012; Yongding, 2009, p. 19). Una primera opción consiste en realizar la transacción sujeta a regulación sin que ninguna de las partes la declare a las autoridades. La segunda opción es el disfraz, es decir,

sustituir la transacción sujeta a regulación por otra nominalmente distinta y libre de regulación pero que en la práctica es equivalente a la primera.

Los trabajos de Carneiro y Rossi (2012, pp. 12–16) y particularmente el de Carvalho y Garcia (2008, pp. 54–66), centrados en el caso brasileño, refieren diversas estrategias para lograr evadir la regulación a las entradas de capitales disfrazando el flujo de entrada, como por ejemplo la adquisición por parte de no residentes de títulos de renta variable, menos penalizada por la regulación, cuyos rendimientos en la práctica son equivalentes a los de renta fija, que está sujeta a un fuerte impuesto. Otra alternativa es hacer inversión computable como IED, muy poco o nada penalizada por la regulación, sobre una entidad que en el fondo es una mera intermediaria para invertir en renta fija en nombre de sus accionistas extranjeros, una dinámica referida también para el caso de Brasil por la OECD (2011, p. 64). Respecto al caso de China, Yongding (2009, p. 19) refiere esquemas similares a los anteriores y también otros distintos que permiten financiar al exterior evadiendo las restricciones a la salida de capitales, por ejemplo anticipando pagos comprometidos por deudas o dividendos de empresas extranjeras, así como retrasando los cobros esperados por repatriación de dividendos hacia China.

La tercera estrategia en los mercados financieros es la redirección, y consiste en invertir en un título libre de regulación que ofrezca rendimientos lo más parecidos posibles a los del título cuya adquisición está regulada. La innovación financiera es en este sentido muy útil, pues ofrece constantemente nuevas opciones a los inversores (Neira, 2004, pp. 353–356), permitiendo el acceso a nuevos productos legalmente libres de las restricciones que impone la regulación pero que en la práctica sustituyen con bastante eficacia al activo original afectado por dicha política. Por ejemplo, cuando un determinado tipo de activo pasa a ser objeto de regulación impositiva, es habitual que cobre impulso el negocio basado en los productos derivados que tienen dicho activo como subyacente, algo que habría ocurrido por ejemplo en Colombia después de 2008 (Ostry et al., 2011, p. 26), en Brasil con los derivados de tipo de cambio tanto en los noventa (Carvalho y Garcia, 2008, pp. 54–66) como después de 2008 (International Monetary Fund, 2011c, pp. 63–64; Pereira da Silva y Harris, 2012) y también en Indonesia y Tailandia después de 2008 (D. Gabor, 2012, p. 724).

Como apunte final, cabe señalar que son muy escasas las valoraciones respecto a la relevancia práctica del fenómeno de la evasión de la regulación de flujos de capital, algo lógico ya que se trata de una dinámica como mínimo en la frontera de la ley cuando no claramente al margen de la misma. Algunas excepciones son el trabajo de Edwards (1999, p. 69), quien diagnostica de forma genérica una importante evasión

que habría minado la eficacia de las regulaciones de capitales a finales de los ochenta y principios de los noventa, o el de Carvalho y Garcia (2008, pp. 54–66), que sugiere también la importancia de la evasión en el caso de Brasil durante los noventa, si bien este último diagnóstico sería cuestionado por Gustavo Franco, Gobernador del Banco Central de Brasil entre 1993 y 1999 (Carvalho y Garcia, 2008, p. 77).

2.7.4. Costes o daños ocasionados por la regulación de flujos de capital

Hay al menos cinco ámbitos en los que la literatura empírica habría detectado fenómenos negativos potencialmente asociados a la regulación de flujos de capital (Ariyoshi et al., 2000; Cardoso y Goldfajn, 1998, p. 165; Forbes et al., 2011; 2007a, 2006, 2003; Grabel, 2006, 2003, p. 331; Neely, 1999; Palley, 2009, p. 22; Rodrik, 1998a). En primer lugar, habría unos costes administrativos inevitables derivados de la aplicación de la regulación que podrían llegar a ser excesivos si esta política fuera más intensa o duradera de lo debido, por ejemplo como consecuencia del interés espurio del aparato administrativo encargado de su aplicación, que presumiblemente podría tratar de adquirir cada vez mayor relevancia administrando más recursos.

En segundo lugar, la propia aplicación de la regulación supondría ciertos costes económicos, como por ejemplo el desincentivo a algunas transacciones que no serían preocupantes pero que no pueden distinguirse a priori de aquellas que lo son. Otro ejemplo en este sentido, quizá la cuestión a la que más se alude, es el encarecimiento de la financiación externa de las empresas domésticas, hecho del que habría evidencia en un análisis de panel (Harrison et al., 2004) y en distintos análisis de caso, como la experiencia de Chile durante los noventa (Edwards, 1999; Forbes, 2007b) o la de Brasil durante los dos mil (Alfaro et al., 2014).

En tercer lugar, se alude a las ineficiencias que podrían producirse al distorsionar mediante la regulación la asignación de recursos que surgiría de la libertad completa de inversión, que para el marco teórico del equilibrio general sería óptima. Por ejemplo, algunos trabajos sobre Malasia tras la crisis de 1998 identifican este hecho, pues la regulación habría permitido un trato privilegiado y discrecional del Gobierno a ciertas empresas que presumiblemente no hubieran podido sobrevivir de no estar fuertemente regulada la salida de inversión (Johnson et al., 2006; Johnson y Mitton, 2003).

En cuarto lugar, podría haber efectos colaterales dañinos sobre otros países, pues la regulación aplicada por una economía podría provocar que se modificara el perfil

inversor recibido por otra. Esta cuestión, discutida por Korinek (2012b), ya era advertida como un posible problema por Cardoso y Goldfajn (1998, p. 165), pero la evidencia al respecto no es concluyente. El trabajo de Forbes *et al.* (2011) indica que la regulación de Brasil en los dos mil habría inducido una retirada preventiva de inversión de otros países, quizá como anticipación de medidas similares. Por su parte, el análisis de panel de Pasricha *et al.* (2015) concluye que la regulación de los emergentes, especialmente en América Latina, habría tenido el efecto opuesto, intensificándose la inversión hacia los países vecinos que no tenían regulación en vigor. En un punto medio se sitúan las revisiones de literatura que ofrece el IMF (International Monetary Fund, 2011d; Ostry *et al.*, 2012b), de las que se deduce escasa evidencia de efectos de la regulación de flujos de capital sobre otros países.

En quinto y último lugar, la literatura alude también a un efecto altamente dañino de la regulación de flujos de capital, como es la aparición de dinámicas ilegales y corruptas. El origen de este fenómeno estaría en que la regulación distorsiona los incentivos de los agentes y les induce a dedicar esfuerzos para tratar de evadir o sortear esta política. Esto supone para empezar una pérdida de recursos para la economía, que se refleja en la posible aparición de mercados ilegales para llevar a cabo las transacciones que se ven afectadas por la regulación. Pero además se podría incentivar la corrupción si el aparato administrativo público tiene cierta capacidad para decidir discrecionalmente sobre la aplicación de esta política, como ocurre cuando se restringen las salidas de capital y se establece un sistema de licencias administrativas para la concesión de divisas a los importadores. Este sistema sería potencialmente aprovechado por los agentes privados, en connivencia con personal público corrupto, para evadir la regulación a la salida de capitales.

La existencia de corrupción es algo sugerido por Cardoso y Goldfajn (1998, p. 165) y que se habría constatado empíricamente en algunos casos (Ariyoshi *et al.*, 2000; Edwards, 1999; Neely, 1999). Ahora bien, la evidencia a la que se alude en los trabajos revisados no parece sustentar un juicio relativamente habitual en la literatura, como es que la corrupción es un fenómeno generalizado y de relevancia como mínimo notable.

2.7.5. Factores que impulsan y obstaculizan la eficacia de la regulación de flujos de capital

No todas las vías que se han mencionado para evitar los costes que impone la regulación deben considerarse como síntomas de falta de eficacia de esta política. Por

ejemplo, es habitual que la redirección de la inversión hacia activos con menor nivel de regulación -en cuanto a restricciones o impuestos, por ejemplo- sea precisamente uno de los efectos que los reguladores buscan, pues su propósito es en muchos casos modificar el perfil de inversión y no detenerlo.

Sin embargo, algunas operaciones de redirección pueden en la práctica reproducir los problemas que justificaron la instauración de la regulación de flujos de capital, y en ese caso deben considerarse como dinámicas que minan la eficacia de esta política, algo que también hacen evidentemente todas las operaciones que ocultan o disfrazan transacciones, tanto si esta actividad se limita al ámbito financiero como si involucra también al ámbito comercial.

Cualquier factor que dificulte la ocultación y el disfraz de los flujos de capital, así como una redirección de los mismos que reproduzca los problemas que justificaron su regulación originalmente, estará contribuyendo a la eficacia de esta política. Fruto de la revisión del trabajo de Brondolo (2011), de distintos análisis de caso (Carvalho y Garcia, 2008, pp. 71–72; Paula y Prates, 2013a, pp. 23–26; Stiglitz et al., 2006, pp. 212–215), revisiones de literatura (Epstein et al., 2004, pp. 26–30; Habermeier et al., 2011, pp. 10–15; Neely, 1999, p. 26; Ocampo, 2012a; Spiegel, 2012, pp. 81–82) y análisis de sección cruzada (Ariyoshi et al., 2000) se han identificado algunos de estos factores impulsores de la eficacia, que pueden encuadrarse en cuatro ámbitos.

Un primer factor sería la existencia de un margen legal suficiente para que los reguladores apliquen la regulación que crean conveniente, sin ver limitado su ámbito de actuación como consecuencia de tratados comerciales o de inversión. Un segundo factor parecería ser la capacidad institucional y administrativa y la solidez del marco legal, fuertemente influidos a su vez por el grado de determinación política con la que las autoridades apoyan la aplicación de la regulación.

De ahí se derivaría el elemento que la literatura señala unánimemente como el principal determinante para la eficacia de la regulación, sobre todo a raíz del análisis de experiencias consideradas exitosas como las de Chile y Malasia durante los noventa: la capacidad del entramado regulador de adaptarse con agilidad cerrando las vías de evasión que se puedan detectar (Aizenman y Pinto, 2011, p. 24; Kawai y Lamberte, 2010, p. 40; Spiegel, 2012, pp. 81–82; Stiglitz et al., 2006, pp. 200–202, 212–215). En este sentido, se destaca habitualmente que la evasión no se pone en marcha inmediatamente, pues requiere la conformación de nuevos circuitos financieros y normalmente la participación de nuevos agentes. Existe por lo tanto un cierto margen para que las autoridades, si tienen capacidad legal y recursos para ellos,

puedan detectar la existencia de estas dinámicas con relativa rapidez una vez que empiezan a cobrar relevancia, para tratar de atajarlas antes de que comprometan seriamente la eficacia de la regulación (Spiegel, 2012, pp. 81–82; Stiglitz et al., 2006, pp. 198–200).

En tercer lugar, habría ciertas características de los mercados financieros que parecerían incidir en la capacidad potencial de la regulación para ser eficaz. Por una parte cuanto más organizados sean estos mercados, más fácil puede ser para las autoridades la tarea de seguimiento de las operaciones que allí se realizan -porque se dificulta enormemente su ocultación- así como la eventual organización de esquemas de recaudación impositiva -pues se cuenta ya con una infraestructura de registro de operaciones a través de la cual se puede instaurar la aplicación de esta política. Ahora bien, al mismo tiempo parece que los mercados de derivados constituyen un desafío especialmente intenso para la eficacia de la regulación, tanto si se trata de mercados domésticos dentro del país en cuestión como si son mercados externos donde se negocian derivados con activos domésticos como subyacente.

Por lo tanto, no parece que pueda establecerse claramente si el mayor desarrollo e innovación financieras favorece u obstaculiza en términos genéricos la eficacia de la regulación (Ghosh et al., 2008, p. 17). En cambio, parece haber cierta evidencia del importante papel que juegan los bancos en todas las dinámicas que tratan de evitar los costes que impone la regulación, como recoge Spiegel (2012, pp. 81–82) a partir de su análisis de las experiencias de Chile y Colombia en los noventa y de China, Malasia y Brasil en los dos mil.

En cuarto y último lugar, las características de la propia política podrían determinar también su eficacia. Una mayor amplitud en la cobertura de la regulación incrementaría su eficacia potencial, al dificultar la evasión por una simple operación de redirección o de disfraz. La regulación parecería también ser más eficaz cuando lleva un tiempo en vigor y por lo tanto el aparato administrativo encargado de su aplicación tiene ya cierta experiencia en esa tarea (Spiegel, 2012, pp. 81–82).

2.8. Reflexiones finales

2.8.1. Es positivo que los países puedan recurrir a la regulación de los flujos de capital

La primera reflexión que se deriva del análisis expuesto es que parece razonable considerar como positivo el hecho de que los países puedan recurrir a la regulación de

los flujos de capital como una herramienta más de política económica, ya que esta política pública parece como mínimo potencialmente útil. Esto se deduce en primer lugar de un análisis crítico de la literatura teórica que recomienda la libertad de flujos de capital como la opción más ventajosa para la economía por motivos de eficiencia en la distribución del ahorro, eficiencia intertemporal de los recursos, estabilidad económica, mitigación de riesgos e impulso al crecimiento. Este resultado, surgido del modelo de equilibrio general competitivo con incertidumbre, de los modelos neoclásicos de comercio o de los modelos de crecimiento en el largo plazo, se encuadra en el paradigma teórico neoclásico que parte de hipótesis como los mercados perfectos, las expectativas racionales y la eficiencia de los mercados financieros.

Autores como Dooley (1995, p. 1) sugieren que la prescripción anterior *"impone una considerable disciplina sobre la búsqueda de limitaciones óptimas de la movilidad de capitales"*, una consideración que supone otorgar al equilibrio competitivo un rango superior dentro de la teoría económica. Esta postura, relativamente habitual, conduciría en ocasiones, como recuerda Stiglitz (2004, p. 59), a referirse a la prescripción favorable a la liberalización no como derivada de un enfoque teórico determinado -el neoclásico- sino como el resultado de "la teoría", haciendo pasar la parte por el todo.

Pero lo cierto es que teoría económica hay mucha y variada, y de hecho hay propuestas para sustentar cualquier prescripción respecto a la inversión internacional y su regulación, dependiendo de las hipótesis que se asuman como punto de partida. Así pues, parece necesario establecer un criterio respecto a cuáles de las múltiples propuestas teóricas existentes -entre ellas el equilibrio competitivo- deben gozar de mayor credibilidad por lo que se refiere a sus prescripciones en materia de regulación de la inversión.

Para autores como Friedman (1953a) este criterio debiera ser la simplicidad de las hipótesis de partida, ya que solo la teoría basada en hipótesis tremendamente simplificadoras -y por lo tanto poco realistas- cumpliría la misión de representar de la forma más estilizada posible la realidad, despojándola de todo lo que rodea a la esencia de los fenómenos económicos sometidos a estudio. Lo anterior sugeriría claramente que el ámbito neoclásico debería ser considerado como la referencia teórica más valiosa.

Sin embargo, siendo la simplicidad de las hipótesis un elemento sin duda a considerar, parece mucho más razonable valorar principalmente los enfoques teóricos de acuerdo

a su utilidad para indagar en la realidad y comprenderla. En este sentido, la evidencia empírica que se ha revisado sugiere claramente que las predicciones que emanan del marco neoclásico ni mucho menos se cumplen con carácter general. La liberalización de la cuenta financiera por sí misma no parecería impulsar el crecimiento, ni contribuir a una estabilización de las variables macroeconómicas a lo largo del tiempo fruto de la óptima gestión intertemporal de los recursos, y de hecho se asociaría claramente a una mayor propensión a sufrir crisis financieras, fenómenos que, por cierto, son inconcebibles bajo las hipótesis del equilibrio competitivo.

Son por lo tanto abundantes los elementos empíricos que permiten cuestionar que la teoría del equilibrio competitivo sea útil siquiera como punto de partida para describir el fenómeno de los flujos de capital y su regulación. Por lo tanto, tampoco parecería razonable tomar en consideración su prescripción en favor de la liberalización completa de la inversión internacional como una noción válida en términos generales. La revisión de literatura expuesta sugeriría que solo es posible defender a ultranza la liberalización de la inversión a partir de argumentos teóricos si se exige a la teoría económica de la que, a juicio de este trabajo, debiera ser su principal utilidad, como es contribuir a comprender el mundo real.

Por lo tanto, lo más sensato parecería tomar como elementos inspiradores las múltiples propuestas teóricas que partiendo de hipótesis más realistas que las del equilibrio competitivo -existencia de distorsiones, incertidumbre radical, irracionalidad de los agentes- o como mínimo priorizando por encima de todo la capacidad del modelo de describir aspectos de la realidad económica -como el modelo Mundell-Fleming- alcanzan un mayor poder explicativo de los fenómenos relevantes que rodean a la inversión y su regulación en la práctica. De todas estas aportaciones surge un diagnóstico teórico común, como es que la regulación de flujos de capital puede tener perfectamente un rol útil que cumplir en una economía, ya sea para dotar de margen de maniobra a las economías o para mitigar la inestabilidad financiera.

La utilidad potencial de la regulación de flujos de capital, y el diagnóstico derivado de que es positivo que los países puedan recurrir a ella, serían nociones no solo inspiradas por la teoría económica que se revela más exitosa desde un punto de vista descriptivo, sino sobre todo avaladas por la abundante literatura empírica que sugiere un importante papel de esta política en la consecución de objetivos de política económica muy razonables, relacionados con la adecuada gestión macroeconómica y la mitigación de la inestabilidad financiera. La conclusión que cabe extraer de lo anterior es que vale la pena tratar de aprender más sobre cómo funciona la regulación de los flujos de capital, en tanto política potencialmente útil, a fin de mejorar la

capacidad existente para diseñarla y aplicarla con eficacia.

2.8.2. El estudio de caso parece la vía más adecuada para el análisis de esta política

La consideración de que la política de regulación de flujos de capital es potencialmente útil y que es positivo que los países puedan recurrir a ella no supone en modo alguno atribuirle características inherentemente positivas. La evidencia empírica es de nuevo útil para recordar algo aplicable a cualquier política económica, como es la imposibilidad de diagnosticar con carácter general los efectos positivos y negativos que provoca. Éstos aparecerán sin duda mezclados, en proporciones siempre cambiantes en función del caso particular, tal y como sugiere la abundante literatura empírica en la materia, muy heterogénea en cuanto a los diagnósticos que ofrece respecto a la política que se analiza.

Parecería haber al menos dos elementos a considerar para explicar este hecho. El primero es que cada una de las experiencias reales de regulación de flujos de capital susceptible de ser analizada es absolutamente singular (Ostry et al., 2012b, p. 15), en cuánto a qué transacciones se ven afectadas, qué tipo de medidas se aplican, cuál es su intensidad, cobertura y duración, qué otras políticas se aplican simultáneamente a la regulación de flujos de capital influyendo en su resultado -por ejemplo la regulación macroprudencial- y, por último, cuál es el contexto legal, administrativo e institucional en el que se aplican las medidas (Habermeier et al., 2011, p. 9). En definitiva, la regulación de flujos de capital en cada uno de los contextos históricos en que es posible analizarla constituye un objeto de estudio diferenciado y único, con lo que difícilmente puede esperarse que haya efectos que se repitan con cierta regularidad a lo largo de las distintas experiencias y que puedan asociarse a esta política como rasgos genéricos.

Es también enorme la diversidad de opciones metodológicas a la hora de afrontar el análisis empírico -hay multitud de técnicas tanto cualitativas como cuantitativas-, ya que no hay un método de análisis aceptado como válido de forma unánime sino más bien una multitud de alternativas, todas ellas con sus fortalezas y limitaciones y que serán más o menos adecuadas en función de la situación a analizar (Bank for International Settlements, 2012, p. 25; Edison et al., 2004, p. 222; Eichengreen, 2001, p. 342; Forbes et al., 2015, pp. 40–44; Forbes, 2007a, pp. 174–177, 2003, pp. 4–7; Grenville, 2012, pp. 112–113; Habermeier et al., 2011, pp. 9–10; Magud y Reinhart, 2006, p. 2; Ostry et al., 2012b, p. 15; Prasad et al., 2003, p. 12).

Todas las cuestiones a las que se ha aludido no son sino reflejo de la enorme complejidad de aquello que se está analizando: una política pública aplicada en un contexto real. Y la sugerencia que se deriva de aquí parece clara, en el sentido de que la mejor forma de afrontar metodológicamente un objeto de estudio tan complejo parece ser el análisis de experiencias concretas. Autores como Prasad *et al.* (2003) respaldan este juicio cuando argumentan: *“ni la teoría ni la evidencia empírica proporcionan respuestas generales a los interrogantes respecto a la pertinencia y eficacia de los controles de capital selectivos. En definitiva, estas cuestiones solo pueden analizarse en el contexto particular de cada país, caracterizado por sus circunstancias específicas y rasgos institucionales”* (Prasad *et al.*, 2003, p. 7).

Las limitaciones de esta metodología centrada en el estudio de caso son evidentes, como por ejemplo el hecho de que la información que proporciona no es generalizable pues tiene un importante componente anecdótico fruto del particular e irrepetible contexto en el que la política analizada se aplica (Edwards, 2007b, p. 74; Eichengreen, 2001, p. 242). El análisis de sección cruzada prometería en principio mejores resultados en este sentido, pues trataría de extraer el rasgo o propiedad inherente de la política analizada que quedaría probablemente camuflado por los accidentes del contexto en los análisis de caso, de lo que se derivaría una mayor capacidad de generalización.

Ahora bien, el análisis de sección cruzada compartiría con los estudios de caso la mayoría de los problemas metodológicos a los que se ha aludido anteriormente -variedad de técnicas de análisis, delimitación de la política analizada, etc-, así que permitiría también potencialmente una gran variedad de diagnósticos sobre la misma realidad. Pero sobre todo, la principal virtud que argumentan quienes defienden el análisis de sección cruzada podría ser su principal desventaja, tal y como se defiende en este trabajo. El motivo es que la regulación de la inversión no constituiría un objeto de estudio hasta que no se concretase en un contexto particular, por lo que sería precisamente la heterogeneidad de las distintas experiencias, fruto de la especificidad de cada contexto, la fuente de información más relevante para entender porqué la política analizada ha funcionado de una u otra forma. El análisis de sección cruzada, en su intento de superar esta heterogeneidad para extraer el supuesto “comportamiento promedio” de la política sometida a estudio no haría sino eliminar esta valiosa fuente de información.

En definitiva, el indudable carácter anecdótico e irrepetible del estudio de caso, lejos de ser una limitación, constituiría su principal virtud, pues permitiría sacar partido de una cualidad inherente a la realidad, como es su diversidad, en lugar de tratar de

anularla. Los resultados, a pesar de no ser generalizables, pueden ser sin duda muy relevantes ya que la utilidad del análisis económico, tal y como se enfoca en este trabajo, no sería ofrecer conclusiones pretendidamente definitivas sobre una política, sino más bien aprender sobre las circunstancias que en un determinado caso parecerían haber favorecido u obstaculizado su eficacia. Esto podría constituir una pista útil para futuros ejercicios de análisis y procesos de diseño de la política sometida a estudio.

Por último, una vez justificado el estudio de caso como punto de partida, parece claro que la comparación de un número limitado de experiencias relevantes de regulación podría aportar nuevo conocimiento sobre la política que se analiza, pues comparar el desarrollo de la misma política en distintas coyunturas particulares ayudaría a comprender mejor los factores relevantes en cada una de los casos sometidos a estudio. Este es precisamente el planteamiento que guiará la segunda parte de la Tesis, en la que la comparación de las tres experiencias analizadas constituirá el núcleo principal del que derivar las conclusiones del trabajo.

2.8.3. Un marco de análisis útil debe nutrirse de toda la literatura teórica y empírica relevante

La literatura repasada, tanto teórica como empírica, permite señalar algunas cuestiones que probablemente sean importantes en los estudios de caso y que conforman un primer esbozo del marco de análisis con el que afrontar el estudio de experiencias de regulación del que se ocupa la segunda parte de la Tesis. Este esqueleto de referencia permitirá comenzar a buscar e identificar fenómenos relevantes en los casos analizadas, organizar y presentar los hallazgos de la investigación así como reflexionar sobre sus implicaciones.

En el ámbito teórico, es útil recordar la afirmación de Box y Draper, aplicada originalmente a la econometría, en el sentido de que “*esencialmente todos los modelos son incorrectos, pero algunos son útiles*” (Box y Draper, 1987, p. 424), algo con lo que concuerda Rodrik (2015b) cuando señala que no tiene mucho sentido tratar de otorgar a ningún modelo un carácter superior al resto, ya que no existe un modelo correcto sino muchos potencialmente útiles en función del contexto en el que se utilicen para razonar. En consonancia con lo anterior, en esta Tesis se entiende que todas las propuestas teóricas que iluminan sobre fenómenos de la realidad, ayudando a su comprensión, son potencialmente útiles para describir de forma estilizada cuestiones relacionadas con la inversión y su regulación que probablemente sean

relevantes en una experiencia concreta sometida a análisis. Por su parte, la evidencia empírica contribuye a otorgar mayor fuerza a algunas de las intuiciones teóricas anteriores, constatando su importancia práctica, y permite también identificar otros elementos de los que puede no haberse ocupado la teoría pero que son indiscutiblemente importantes para el análisis que se propone este trabajo, como por ejemplo todo lo relacionado con la evasión de la regulación.

En suma, a partir de elementos tanto teóricos como empíricos pueden señalarse tres ámbitos a los que deberá prestarse atención a la hora de llevar a cabo los estudios de caso. En primer lugar, será necesario tener una idea de cuáles son los problemas relacionados con los flujos de inversión ante los que las autoridades responden regulando estas transacciones. El modelo de Mundell-Fleming constituye una importante pista señalando que posiblemente los flujos estén restringiendo el margen de maniobra para las políticas macroeconómicas, pero existen también abundantes intuiciones que apuntan a una posible restricción en ámbitos más específicos como el fiscal o el de la estructura productiva de la economía, en este último caso debido por ejemplo a apreciaciones cambiarias sostenidas que puedan dañar al sector doméstico exportador. La otra pista importante en cuanto a la motivación que puede estar detrás de la regulación es la de la inestabilidad financiera, nutrida por aportaciones tan diversas como los modelos de competencia imperfecta, los modelos de crisis financieras, los planteamientos minskyanos o la economía conductual. Sea cual sea la aproximación, parecen claros los potenciales problemas de los que se advierte en este sentido: riesgos excesivos en los balances de los agentes de la economía receptora, ya sean de liquidez, cambio o crédito, y también la posibilidad de que se generen burbujas de activos.

En segundo lugar, la abundante literatura centrada en la eficacia de la regulación de flujos de capital será el punto de partida imprescindible para abordar el análisis empírico de eficacia en la presente Tesis, señalando la importancia de rastrear tanto los efectos directos de la regulación, sobre el volumen y la composición de los flujos entrantes, como los efectos indirectos, sobre el diferencial de tipos de interés, el tipo de cambio, el coste de financiación del déficit público o el ritmo de apreciación de los activos. La literatura empírica es también inspiradora a la hora de detectar posibles costes o dinámicas de evasión de la regulación, identificando los actores que participan en ellas y valorando hasta donde sea posible su relevancia.

En tercer y último lugar, la literatura ofrece también múltiples intuiciones que serán muy útiles a la hora de identificar qué factores parecen explicar el grado de eficacia detectado en la regulación que se analiza, desde los más cercanos, como el tipo de

medidas aplicadas o el margen de maniobra legal disponible para las autoridades, hasta los más lejanos como por ejemplo el conflicto social entre los distintos agentes alrededor de la regulación de la inversión, un elemento de carácter político que parecería influir en la decisión de los Gobiernos para regular los flujos de capital y en la forma concreta en que dichas transacciones se regulan. Más concretamente, la determinación e implicación de las instituciones en la aplicación de esta política, así como su capacidad de adaptación para retocar y pulir el entramado de regulación para evitar que sea evadido serán probablemente factores muy relevantes a tener en cuenta a la hora de explicar por qué la regulación alcanza un determinado grado de eficacia.

CAPÍTULO 3. LA VISIÓN DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL Y SU REGULACIÓN DESDE LA ECONOMÍA Y LA POLÍTICA: BREVE REPASO HISTÓRICO

Desde el final de la Segunda Guerra Mundial, la inversión internacional y su regulación constituyen fenómenos muy relevantes para la ciencia económica y la política internacional. La intensidad del debate es una constante en ambos terrenos, con una permanente evolución en la correlación de fuerzas entre las distintas posiciones y en la visión predominante que de ahí surge, y que en cada época parecería estar determinada principalmente por el contexto político particular y la experiencia histórica reciente.

Ahora bien, la contribución de la economía es también relevante. A lo largo de todo el periodo analizado el análisis económico da cuenta del papel que cabe atribuir tanto a la inversión internacional como a su regulación de acuerdo a la experiencia acumulada, mientras la teoría ofrece cada vez más intuiciones que, según el caso, tratan de encontrar coherencia a los fenómenos del pasado o bien advertir de otros que pudieran detectarse en el futuro. La ciencia económica en su conjunto asume un papel dual, reflejando en parte la posición de política económica que se considera convencionalmente mayoritaria en cada momento, pero al mismo tiempo contribuyendo a su conformación, así como a su eventual revisión en función de cómo van cambiando los elementos políticos, teóricos y empíricos mencionados.

Este capítulo trata de ofrecer un recorrido sintético por el debate alrededor de la inversión internacional y su regulación, partiendo del fuerte apoyo institucional y académico a las restricciones de los flujos de capital tras la Segunda Guerra Mundial, pasando después por la clara defensa de la liberalización de estas transacciones que constituye la posición mayoritaria entre los setenta y los noventa, para desembocar, desde principios de los dos mil, en una discusión más pragmática, con mayor presencia del análisis concreto de políticas en su contexto de aplicación y menor protagonismo de planteamientos generalistas y categóricos que habrían sido habituales en las décadas anteriores.

La exposición principal se estructura en siete epígrafes, más un octavo en el que se

ofrecen algunas reflexiones a modo de conclusión que permiten sustentar el planteamiento de política económica que inspira la presente Tesis, así como algunas de las decisiones metodológicas con las que se articula su segunda parte. Antes de iniciar propiamente el recorrido histórico por el debate que se analiza, el primer epígrafe aborda una cuestión previa de gran relevancia para lo que se pretende transmitir, como es la terminología con la que se alude a la regulación de los flujos de capital. La pertinencia de esta cuestión es doble, primero para razonar por qué en este trabajo se opta por una determinada nomenclatura, pero también porque el ámbito terminológico es quizá uno de los más claros exponentes de que en lo referente a regulación de la inversión internacional la relación entre economía y política es de ida y vuelta, pues la primera simultáneamente refleja y da forma a la segunda.

3.1. La cuestión de la nomenclatura

El término “regulación de flujos de capital” que se utiliza en este trabajo, al igual que hacen distintos autores (Gallagher et al., 2012; Ocampo, 2012b, 2002), es solamente una de las muchas opciones posibles para nombrar las políticas que afectan a la inversión que entra o sale de un país. Un término alternativo muy utilizado y que vale la pena analizar en primer lugar es el de “control de capitales”, cuyas acepciones son diversas. Según el IMF (2013b, p. 21, 2012b, p. 40, 2012e, p. 6, 2011c, p. 40) debiera reservarse para las medidas de regulación de la inversión que discriminan en función de la residencia de los agentes implicados, que habrían sido muy relevantes hasta los años noventa. Ello explicaría que en su momento este término se aplicara genéricamente a cualquier medida de regulación de flujos de capital, algo que por inercia seguiría ocurriendo durante los dos mil, constituyendo una clara inexactitud por cuanto los auténticos “controles de capitales” serían cada vez más excepcionales. Por su parte, la OECD (2012) aplicaría el término a cualquier restricción a la inversión, independientemente de si es discriminatoria, al igual que hacen algunos académicos (Forbes, 2006; Neely, 1999, p. 15).

Lo cierto es que el término “control” no sería en absoluto neutral. A modo de ejemplo, describir el código de circulación de vehículos como un conjunto de normas que pretenden controlar el tráfico sería posiblemente correcto, pues cualquier tipo de regulación pública, en la medida en que ordena comportamientos, implica ciertas restricciones y limitaciones, es decir, un cierto “control” sobre los agentes. Pero recurrir a un término que solo alude a los aspectos coercitivos mencionados para describir la regulación de la circulación de vehículos sería claramente sesgado, pues quedarían velados otros aspectos si cabe más relevantes de la norma, como la justificación de su

existencia, que no sería otra que garantizar a la sociedad un bien público como es la seguridad vial.

La utilización del término “control” para designar toda la regulación pública que afecta a la inversión internacional, o como mínimo una parte de ella, supondría asociar a esta política una indudable carga peyorativa que no suele ser habitual al nombrar otros ámbitos de política pública. Por ejemplo, en materia de salud, educación o incluso, tal y como señala Ocampo (2012a, p. 13, 2012b, p. 145), del sector financiero doméstico, se aludiría respectivamente a las política sanitaria o regulación del sector de la salud, política educativa y regulación financiera, pero nunca al “control” público, término que en cambio se volvería habitual cuando de lo que se trata es de la regulación del sector financiero en su dimensión internacional.

La carga peyorativa que habitualmente se asociaría a la regulación de flujos de capital en modo alguno se limitaría al término con el que se la identifica, sino que sería visible también en algunas de las descripciones que se hacen de sus efectos. En este sentido, especificar que el propósito de esta política es “afectar” a la inversión (International Monetary Fund, 2011c, p. 41) o “redirigirla” (Neely, 1999, p. 15) reflejaría una actitud bastante neutra pero más bien minoritaria. Más habitual sería destacar aspectos más coercitivos, utilizando palabras como “restringir” y “limitar” (Forbes, 2006) o “barrera” (Organisation for economic co-operation and development, 2012, p. 3 y 9). Ostry *et al.* (2011, p. 11) irían más allá cuando definen la regulación de flujos de capital como una medida que trata de “*limitar los derechos*” de los agentes a realizar determinadas transacciones.

El máximo exponente de la carga peyorativa asociada a la regulación de flujos de capital aparecería cuando se la describe como un elemento consustancial de cualquier régimen de “represión financiera” (Battilossi, 2003; Giovannini y De Melo, 1993, p. 953; Reinhart, 2012, p. 3), entendido éste como el conjunto de políticas que evitarían que el sector financiero desarrollara por completo sus potencialidades por estar el comportamiento de bancos y otros intermediarios financieros restringido por regulaciones, leyes y otras medidas impuestas desde fuera del mercado (Roubini y Sala-i-Martin, 1995, p. 255). La regulación de flujos de capital constituiría el brazo fuerte de todo régimen de “represión financiera” eficaz, pues solo se podría reprimir al capital si previamente se le mantiene cautivo en la economía impidiendo su salida.

Si la descripción del código de circulación como una norma para controlar el tráfico resultaría llamativa, aún más extraño sería declarar que su propósito es restringir, limitar o poner barreras al tráfico de vehículos, reprimiendo el comportamiento de los

ciudadanos al volante y, en consecuencia, limitando su derecho a conducir con libertad por las vías públicas. Valga este ejemplo para destacar hasta qué punto la política de regulación de flujos de capital se describiría a menudo de forma sesgada, utilizando términos con connotaciones claramente negativas que podrían trasladar la impresión de que se trata de un instrumento legal concebido simplemente para coartar la libertad de las personas.

Lo cierto es que tras la crisis de 2008 sería menos habitual asociar a la regulación de la inversión términos peyorativos como los expuestos. El concepto de “represión financiera” habría perdido cierta vigencia respecto a los noventa, aunque no totalmente (Reinhart, 2012; Reinhart y Rogoff, 2009, p. 94,205,271). De forma paralela, la denominación “control de capitales” sería políticamente poco correcta (Reinhart, 2013), en buena medida porque el IMF (2013b, p. 21, 2012b, p. 40, 2012e, p. 6, 2011c, p. 6 y 40), en el marco de su nueva “visión institucional” sobre la inversión internacional y su regulación, establece que las medidas “anteriormente denominadas controles” -y que solo de forma muy excepcional se consideraban legítimas en los noventa- son perfectamente aceptables ahora bajo la nueva denominación de “medidas de gestión de los flujos de capital”.²⁵

Sin embargo, utilizar “gestión” en lugar de “control” sería claramente menos sesgado pero no totalmente satisfactorio, pues se trataría de un término que remite más bien a tareas de tipo administrativo o burocrático, cuando la regulación -de nuevo, como ocurre en cualquier ámbito de la política pública- implicaría además cometidos muy relevantes de los ámbitos técnico y sobre todo político, relacionados con el diseño y la aprobación de las medidas correspondientes.

La denominación de “regulación de flujos de capital” por la que apuesta este trabajo parecería la opción más adecuada, por ser la menos sesgada y la más consistente con la nomenclatura habitual en otros ámbitos de la regulación pública.²⁶ Además, podría contribuir a desestigmatizar esta política, reforzando la percepción social de que es necesaria, algo que podría ser útil por ejemplo para deslegitimar su evasión (Subramanian, 2012).

25 El propio IMF reconocería implícitamente el estigma que aún persiste asociado al término “control de capitales”, y que durante décadas contribuyó a reforzar, cuando reserva esa denominación para las medidas discriminatorias por motivo de residencia que a su juicio no deben utilizarse, por su elevado poder distorsionador, a no ser que sean absolutamente imprescindibles (International Monetary Fund, 2012b, p. 20).

26 Otros autores utilizarían indistintamente los términos regulación y control sin pretender asociar una carga negativa a este último (Gallagher, 2011b; Gallagher and Ocampo, 2013; Grabel, 2013), una opción que tendría la ventaja de debilitar la carga peyorativa del término en la medida en que se utiliza para ofrecer diagnósticos no necesariamente negativos de la política de regulación.

3.2. Los flujos de capital y su regulación después de la Segunda Guerra Mundial

3.2.1. El diseño del sistema monetario de Bretton Woods

En julio de 1944 se celebró la Conferencia de Bretton Woods en la que las principales potencias que pronto saldrían vencedoras de la Segunda Guerra Mundial diseñaron un nuevo entramado institucional alrededor de las Naciones Unidas, el IMF y el Banco Mundial, con el objetivo de promover el diálogo y la cooperación entre los países que favorecieran una nueva etapa de crecimiento y estabilidad en el mundo (Abdelal, 2007; Davidson, 2007, chap. 8, 2002, chap. 13; Eichengreen, 2000b, chap. 3,4; Gallagher, 2015, chap. 2; Obstfeld, 1998, pp. 15–18; Ocampo, 2015, pp. 2–9).

Estados Unidos y Reino Unido, que lideraban el proceso negociador, compartían la visión de que la limitada cooperación entre las naciones en el periodo de entreguerras había contribuido a generar un caldo de cultivo ideal para que se exacerbaban las tensiones que desencadenaron finalmente la contienda mundial. Sin embargo, discrepaban en cuanto a sus estrategias para evitar que esto volviera a repetirse. Para Harry Dexter White, principal referente de la delegación estadounidense, habría sido la guerra comercial entre los países, desencadenada por devaluaciones competitivas del tipo de cambio que eran respondidas con restricciones a los pagos corrientes y barreras arancelarias, la principal responsable del hundimiento del comercio internacional, clave a su vez para entender cómo se habían agudizado las consecuencias de la Gran Depresión, cómo los países habían ido desconfiando cada vez más entre sí a medida que se empobrecían, y cómo, en definitiva, se habían alimentado las tensiones internacionales que desembocarían en la guerra (Eichengreen, 2000b, p. 140).

Así pues, para Estados Unidos el objetivo primordial que debía perseguirse con el nuevo orden internacional era la reactivación del comercio entre los países.²⁷ Para lograrlo, se crearía en primer lugar el IMF, que debería supervisar un sistema de tipos de cambio fijos que evitara las devaluaciones unilaterales competitivas, y velaría además por la restauración en el medio plazo de la convertibilidad de la cuenta corriente, es decir, la eliminación de obstáculos a los pagos relacionados con el comercio internacional. En segundo lugar, se promovería la eliminación progresiva de

²⁷ Claramente había cierta dosis de interés particular en este planteamiento, pues las empresas de Estados Unidos disfrutaban de una situación inmejorable para beneficiarse de una reactivación comercial internacional que les permitiría el acceso a nuevos mercados. Además, el futuro próspero, estable y en paz al que presumiblemente contribuiría el impulso al comercio constituía el escenario ideal para que Estados Unidos mantuviera y reforzara una supremacía en la escena internacional que ya era incuestionable poco antes de finalizar la guerra.

las barreras arancelarias al comercio, fin para el cual se crearía el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT, por sus siglas en inglés).²⁸

Por su parte, John Maynard Keynes, personalidad clave en la delegación del Reino Unido, entendía que la principal fuente de inestabilidad durante el periodo de entreguerras había sido la fuerte restricción que el sistema monetario del patrón oro imponía al margen de maniobra para la política económica doméstica de los Gobiernos. Para mantener la paridad con el oro, un país debía compensar cualquier pérdida de reservas -ya fuera por déficit exportador o salida de capitales- mediante una deflación interna de precios y salarios que restaurara el equilibrio externo, aun a costa de fuertes incrementos del desempleo. Durante la Gran Depresión, el creciente peso político de los representantes de la clase trabajadora habría provocado que este mecanismo de ajuste fuera cada vez más costoso políticamente para los Gobiernos, que finalmente habrían quebrado su compromiso con el patrón oro.

Asumiendo que las fuerzas de izquierda -con un papel primordial en la resistencia contra nazis y fascistas- saldrían probablemente reforzadas de la contienda bélica, lo esperable era que ganaran también peso sus demandas políticas para mejorar las condiciones de vida de toda la población (Hobsbawm, 1995, p. 275), lo que exigiría de los Gobiernos un compromiso creíble por el crecimiento económico, la lucha contra el desempleo y la redistribución de la riqueza. La estabilidad internacional iba a requerir que se garantizase el margen de maniobra interno de las autoridades para perseguir este tipo de objetivos, lo que haría casi imposible que los Gobiernos se comprometieran de forma creíble y estable con un sistema monetario si éste descansaba -como el patrón oro- en la deflación interna como mecanismo de ajuste de los desequilibrios. A juicio del Reino Unido, la única opción para que los Gobiernos dispusieran de margen de maniobra en el seno de un sistema monetario internacional estable era que dicho sistema tuviera como mecanismo de ajuste la flexibilidad del tipo de cambio.²⁹

28 El GATT, o *General Agreement on Tariffs and Trade*, era el marco de actuación multilateral que mediante la promoción de sucesivas rondas de negociación debía facilitar que los países se hicieran concesiones recíprocas para liberalizar progresivamente sus vínculos comerciales.

29 La defensa del Reino Unido de la flexibilidad de los tipos de cambio como mecanismo de ajuste era solo uno de los elementos de su posición respecto al diseño del nuevo entramado institucional mundial, que constituía de hecho una alternativa integral a la de Estados Unidos. De la mano de Keynes (1980, pp. 108–144), el Reino Unido no apostaba por la creación de una institución como el IMF, sino de un organismo internacional de compensación (*International Clearing Union*) a través del cual los países con excedentes comerciales financiarían a los países deficitarios, con el fin de evitar caídas en la demanda mundial que produjeran un fenómeno de deflación. Estados Unidos, como principal país superavitario, era muy reticente a comprometerse excesivamente en la corrección concertada de los déficit comerciales ajenos. El peso político y económico que ya poseía en 1944 le permitió centrar la discusión de Bretton Woods alrededor de su propia propuesta, basada en la creación del IMF, siendo la cuestión de la flexibilidad cambiaria uno de los pocos planteamientos del Reino Unido que se discutió en profundidad.

El liderazgo de Estados Unidos en el proceso negociador de Bretton Woods estaba fuera de toda duda (Hobsbawm, 1995, p. 377), lo que se reflejó en el diseño final del nuevo entramado institucional, orientado principalmente a promover la recuperación del comercio (International Monetary Fund, 2010a, p. 14, 2010b, p. 18). Ahora bien, el argumento británico a favor del margen de maniobra interno de los países era muy persuasivo, pues la estabilidad interna de las economías sería de hecho funcional para la reactivación comercial y, además, en la lógica de bloques de la incipiente Guerra Fría, resultaría muy conveniente atender las demandas de la clase trabajadora de los países occidentales si con ello se evitaba que el modelo de la Unión Soviética fuera percibido como la única opción para satisfacerlas.

Fue así como se decidió que los tipos de cambio serían en principio fijos aunque ajustables con el fin de poder absorber por esta vía desequilibrios externos, si bien los “relineamientos” de divisas deberían ser aprobados por el IMF para evitar su utilización unilateral como arma comercial. Dos medidas adicionales deberían contribuir también a estabilizar el sistema. La primera sería la financiación concertada internacionalmente para los países en apuros por déficit corriente, que podría evitar la necesidad de realineamientos pero que tendría un alcance muy limitado en la práctica por la renuencia del principal país superavitario, Estados Unidos, a asumir grandes cargas en este sentido. La segunda medida sería la regulación de flujos de capital, útil como cortafuegos para evitar los efectos desestabilizadores de los realineamientos de divisas en el corto plazo, pero sobre todo, y esto era lo esencial tanto para Keynes (1980, pp. 108–144) como para White, para evitar dichos realineamientos al impedir la amplificación inexorable de los equilibrios externos a la que podrían conducir los flujos de capital.

Lo cierto es que la regulación de estas transacciones se antojaba de hecho imprescindible. Las devaluaciones, prohibidas dentro del patrón oro, formaban ahora parte del sistema monetario, y para los inversores sería evidente que los países con desequilibrios externos serios acabarían antes o después recibiendo permiso para devaluar su divisa, lo que auguraba intensas presiones especulativas tan pronto como se atisbara el menor indicio de debilidad en las cuentas exteriores de las economías. En consecuencia, con unos flujos de capital cuyo potencial desestabilizador sería incluso mayor del mostrado en el periodo de entreguerras, parecía evidente que las políticas económicas autónomas que atendieran a objetivos macroeconómicos domésticos -tal y como deseaba Reino Unido-, solo serían compatibles con un sistema de tipos de cambio estables -como el que defendía Estados Unidos- si los países tenían la capacidad de restringir a voluntad los flujos de capital (Gallagher, 2012c, p. 4).

Fue así como el marco regulador del IMF legitimó desde su creación el uso discrecional de esta política por parte de los países, siempre que no se restringieran los pagos corrientes, e incluso estableció el derecho del IMF a exigir su utilización cuando un país financiado por el IMF sufriese una intensa salida de capitales.³⁰

Si la restricción a la democracia había otorgado credibilidad al compromiso de los Gobiernos con el patrón oro, al garantizar que el mecanismo de ajuste por deflación interna actuaría sin interferencias, en la época de Bretton Woods la estabilidad dependería de que los flujos de capital se restringieran con eficacia (Eichengreen, 2000b, p. 6). Por primera vez, la regulación exhaustiva de la inversión internacional dejaba de ser ajena al sistema monetario internacional y se convertía de hecho en uno de sus pilares fundamentales (Gallagher, 2012c, p. 4; International Monetary Fund, 2010b, p. 18).

3.2.2. La visión académica de la regulación de flujos de capital

Durante la época de Bretton Woods, la visión dominante desde la economía fue que la regulación de flujos de capital era legítima y necesaria. La intuición de Keynes y White respecto al potencial desestabilizador de los flujos especulativos afectando al precio de las divisas y limitando el margen de maniobra interno de las economías había sido sugerida ya por Nurkse (1944, pp. 137–138) y encontraría posteriormente sustento teórico en la formulación del modelo de equilibrio de corto plazo de Mundell-Fleming (Fleming, 1962; 1968, 1963), y en la “trinidad imposible de Mundell” que de él se derivaba.³¹

Además, numerosos economistas defendían también la utilidad de la regulación de flujos de capital para la transformación estructural de las economías en desarrollo (Gallagher, 2015, chap. 3, 2014, p. 6, 2012a, p. 2; Neira, 2004, p. 372). Viner (1947, pp. 99–100), por ejemplo, señalaba que la inversión tiene externalidades e

30 En cuanto al derecho de los países para regular las transacciones financieras internacionales: “Los países miembros podrán aplicar los controles necesarios para regular los movimientos internacionales de capital pero nunca de forma que restrinjan los pagos por transacciones corrientes o que retarden indebidamente las transferencias de fondos relacionadas con la liquidación de compromisos” (International Monetary Fund, 2011e, p. Art VI, secc. 3ª). En cuanto al derecho del IMF para exigir la implantación de regulación de flujos de capital: “Un país miembro no podrá utilizar los recursos generales del Fondo para sostener flujos intensos o sostenidos de salida de capital excepto en el caso que se detalla en la Sección 2 de este Artículo, y el Fondo podrá requerir a un país miembro que ponga en práctica controles para evitar la utilización de los recursos generales del Fondo en el sentido mencionado. Si, tras el requerimiento correspondiente, un país miembro no pone en práctica los controles apropiados, el Fondo podrá declarar a dicho miembro no elegible para el uso de los recursos generales del Fondo” (International Monetary Fund, 2011e, p. Art. VI, secc. 1ª).

31 La “trinidad imposible de Mundell” alude a la imposibilidad de lograr simultáneamente la fijación del tipo de cambio, una política monetaria autónoma y la libertad completa de flujos de capital hacia y desde el exterior de las economías.

indivisibilidades, a consecuencia de las cuales muchos proyectos de infraestructuras que tienen un rendimiento social elevado si se llevan a cabo en su totalidad y de forma conjunta no resultan atractivos si se acometen de forma parcial y descoordinada, que es justo lo que ocurriría, en el mejor de los casos, si su financiación descansase completamente en las decisiones de los capitalistas domésticos. Además, el propio sistema financiero de los países en desarrollo tendría probablemente importantes deficiencias que desincentivarían adicionalmente la canalización del ahorro doméstico para invertir dentro del país.

En estas condiciones, la plena libertad para la inversión internacional previsiblemente induciría una fuerte salida de capital doméstico que probablemente no se vería compensada por el ahorro externo, pues difícilmente éste se sentiría atraído por opciones de inversión que los propios residentes descartaban. Se derivaba de aquí una clara recomendación en favor de regular la inversión con el fin de asegurar una financiación suficiente del esfuerzo inversor doméstico, el cual se antojaba imprescindible para sustentar el despegue de las naciones más atrasadas, recomendación en la que coincidían también autores como Lewis (1954) y Nurkse (1966).

Los argumentos en contra de la regulación de flujos de capital habrían sido relativamente minoritarios en esta época. Según Palley (2009, p. 21), podrían estar inspirados genéricamente en la defensa que hace Hayek (1944) de la libertad del individuo, una de cuyas concreciones prácticas sería la libertad de invertir internacionalmente la riqueza sin restricciones. En este sentido, y como afirma Eichengreen (2003, p. 282), la libertad de inversión, como parte de la libertad económica, sería para sus defensores una cuestión absolutamente inseparable de la libertad política, de forma que su restricción supondría un daño a los derechos fundamentales de los individuos.

Según refiere Viner (1947, p. 98), el argumento concreto más utilizado en contra de la regulación de la inversión a finales de los cuarenta habría sido que la libre circulación de capitales permitiría que la riqueza fluyera desde donde es más abundante hacia donde es más escasa y rinde más, lo que supondría una mayor eficiencia en la distribución del ahorro mundial. Esta noción, a la que aludiría también Friedman (1953b), sería formalizada teóricamente en la propuesta de Mundell (1957), que aplica el modelo estático de comercio internacional de Heckscher-Ohlin al caso del comercio internacional del capital, de donde se deriva que la máxima eficiencia se logra cuando la libertad de inversión permite a cada país comerciar con el capital en función de su ventaja comparativa.

3.2.3. *La regulación de flujos de capital en la práctica bajo el sistema de Bretton Woods*

Durante los años cuarenta y cincuenta el método más habitual que utilizaron los países para reabsorber sus déficit exportadores y no agotar sus reservas divisas no habría sido el realineamiento del tipo de cambio sino más bien la restricción del comercio o de los pagos corrientes asociados, medidas que habrían sido toleradas por el IMF como transitorias (Eichengreen, 2000b, chap. 4). La regulación de flujos de capital habría sido también muy útil evitando que los flujos de capital desestabilizaran las economías mientras actuaban las medidas de ajuste referidas. En conjunto, parece claro que los países habrían logrado así un mayor margen de maniobra para las políticas económicas domésticas (Committee on the Global Financial System, 2009, p. 9), uno de cuyos reflejos habría sido el abaratamiento de la financiación del déficit público (Reinhart y Rogoff, 2009, p. 66), siendo todo ello funcional a un escenario de crecimiento económico y estabilidad en las economías occidentales más desarrolladas.

Sin embargo, la eficacia de la regulación de flujos de capital se habría visto atenuada a medida que se restauraba progresivamente la convertibilidad corriente, uno de los objetivos primordiales del sistema de Bretton Woods (Eichengreen, 2000b, chap. 4; Milne, 2014, pp. 75–77). Cada vez habría sido más fácil disfrazar los flujos financieros como pagos corrientes -crecientemente liberalizados- y el auge de los mercados financieros en Estados Unidos y Europa habría dificultado de forma adicional el seguimiento y control de las transacciones internacionales.

Con la deflación interna de los países descartada desde un inicio como mecanismo de ajuste, el realineamiento cambiario infrutilizado, la financiación concertada de emergencia totalmente insuficiente, la restricción comercial progresivamente expulsada del sistema y la regulación de flujos de capital cada vez menos eficaz como estabilizador auxiliar, el sistema monetario descansaba cada vez más en la cooperación entre países. Este mecanismo, que siempre fue discrecional y no institucionalizado, se basaba en una cierta coordinación de las políticas monetarias a fin de que no hubiera presiones excesivas -por la súbita sobreabundancia de unas monedas sobre otras- que obligaran a los realineamientos cambiarios.

Todos los países tenían incentivos para cooperar, pues la estabilidad de los tipos de cambio con respecto al dólar era un objetivo compartido dado que el dólar era la divisa de reserva mundial. Ahora bien, la cooperación era cada vez más incómoda para la mayoría de países, porque a medida que se incrementaba la movilidad del capital el

mantenimiento de los tipos de cambio establecidos les obligaba a replicar en mayor medida la política monetaria de Estados Unidos, independientemente de si eso era lo más adecuado para su coyuntura doméstica particular. A partir de finales de los sesenta los fuertes déficit fiscales indujeron expansiones monetarias cada vez más relevantes en Estados Unidos, con lo cual creció también la inflación que los demás países debían “importar” para sostener el sistema de tipos fijos. Cuando la fijación del tipo de cambio comportó más costes que ventajas se llegó al final del sistema monetario de Bretton Woods, que sufrió una crisis en 1971 y se deshizo por completo en 1973.

El papel de la regulación de flujos de capital durante la época de Bretton Woods fue paradójico. Siendo una pieza fundamental en su diseño y funcionamiento iniciales, su creciente incapacidad para restringir los flujos de inversión mientras se iba liberalizando progresivamente el comercio y se desarrollaban los mercados financieros habría provocado que los países asumieran cada vez más costes por mantener el sistema, hasta que finalmente optaron por dejarlo caer (Eichengreen, 2000b, p. 194).

3.3. La regulación de flujos de capital entre los setenta y los noventa

3.3.1. Amplia desregulación de la inversión

A partir de 1973 cada país tuvo que decidir en qué medida deseaba un tipo de cambio estable, una política monetaria autónoma y un régimen de libertad para la inversión internacional, objetivos que no pueden lograrse completamente al mismo tiempo (Eichengreen, 2000b, chap. 5). Estados Unidos y Japón apostaron decididamente por la flexibilidad del tipo de cambio, lo que les permitió mantener cierta autonomía monetaria en un escenario de relativa libertad para los flujos de inversión.

En Europa Occidental la desconfianza ante las fluctuaciones cambiarias era generalizada, pues se asociaban a las hiperinflaciones del periodo de entreguerras además de percibirse como obstáculos para el comercio y el sistema de transferencias de la Comunidad Económica Europea. En consecuencia, los principales países europeos trataron de limitar la fluctuación en el precio de sus divisas instaurando distintos sistemas -la “serpiente” o el Sistema Monetario Europeo- que sin embargo adolecieron del mismo defecto fundamental que el sistema de Bretton Woods, como es la resistencia de los países superavitarios a financiar a los deficitarios.

De nuevo, la regulación de flujos de capital se convirtió en la medida auxiliar que

permitía el adecuado funcionamiento del sistema, al permitir acomodar los necesarios realineamientos entre las divisas que tuvieron lugar periódicamente sin que se produjeran shocks internos demasiado intensos. Sin embargo, durante la década de los noventa y en el marco de una creciente integración económica las restricciones a la inversión iban progresivamente desapareciendo, lo que obligaba a elegir entre la estabilidad cambiaria y la autonomía en la política monetaria. La mayor parte de las principales economías europeas optó radicalmente por el primero de los objetivos, fijando a partir de 1999 sus tipos de cambio con respecto a una moneda común, el euro, que circularía desde 2002 y que supondría para todos los miembros de la zona euro la renuncia a una política monetaria autónoma, cuya gestión se encomendaba a partir de ese momento a una institución supranacional como es el Banco Central Europeo.

Para los países en desarrollo la perspectiva en los setenta era bien distinta. Con sistemas financieros poco desarrollados y, en muchos casos, vínculos comerciales con el exterior muy relevantes, las intensas fluctuaciones del tipo de cambio a las que podría contribuir la libertad de flujos de capital parecían potencialmente muy desestabilizadoras. Así, se optó en general por mantener tipos de cambio fijos apuntalados con férreas regulaciones de los flujos de capital que dieran espacio a una cierta autonomía monetaria (Aizenman y Pinto, 2011, p. 9; Eichengreen, 2000b, p. 255). Ahora bien, la regulación de la inversión internacional se volvió una tarea cada vez más difícil a medida que los países más ricos liberalizaban sus transacciones con el exterior. Pero lo que provocó el casi total desmantelamiento de este tipo de políticas fue la crisis de la deuda de los ochenta, pues los subsiguientes planes de ajuste y estabilización aplicados por el IMF supusieron para muchas economías en desarrollo la adopción de tipos de cambio fluctuantes así como una notable liberalización de la cuenta financiera.

A pesar de la clara y generalizada tendencia liberalizadora que se inició en los setenta, existían todavía en los noventa algunas experiencias notables de regulación de flujos de capital en el mundo en desarrollo (Ariyoshi et al., 2000, chaps. 5–9). China e India eran los ejemplos más claros de países renuentes a liberalizar, con restricciones muy intensas aún en vigor, mientras algunos países que habían desmantelado sus esquemas permanentes de regulación recurrieron de nuevo a esta política por diversos motivos, como hizo Chile regulando preventivamente los flujos de entrada o Malasia regulando de forma reactiva los flujos de salida tras el estallido de su crisis en 1998.

3.3.2. Apoyo académico a la liberalización

Entre los años setenta y noventa, el principal punto de partida para apoyar la liberalización de los flujos de capital es la teoría económica de corte neoclásico, según la cual los mercados financieros internacionales deben tratarse igual que cualquier otro mercado, es decir, aceptando que las acciones económicas guiadas por el interés particular de los agentes maximizan el bienestar colectivo al asignar los recursos de la mejor forma posible, y teniendo en cuenta además que la liberalización de la cuenta financiera supone seguir una senda ya marcada por los países industriales que permite el desarrollo de un sistema financiero doméstico profundo, maduro y eficiente (Eichengreen, 2003, pp. 280–281).

Todas las aportaciones que sustentan esta visión, aunque con ciertas variantes, comparten un grupo de hipótesis mutuamente consistentes como son la existencia de mercados perfectos -es decir, completos y con información completa y simétrica-, agentes con comportamiento maximizador y expectativas racionales, y mercados financieros eficientes. Bajo estos supuestos los modelos predicen la existencia de estados de equilibrio estables o de estados estacionarios hacia los que la economía tenderá de forma natural en ausencia de regulación, maximizándose de esta forma el bienestar para la sociedad.

Los argumentos en los que se concreta más habitualmente la visión genérica anterior son cuatro (Eichengreen, 2001, p. 341; Eichengreen y Mussa, 1998, p. 17; Fischer, 1997, pp. 3–4; Obstfeld, 1998; Stiglitz, 2000, p. 1076). El primero es que la libertad de flujos de capital conduciría a la eficiencia en la asignación del ahorro mundial, pues la riqueza, en su búsqueda de las oportunidades más ventajosas de inversión, fluiría desde los países en donde es más abundante y menos rentable hacia aquellos en los que escasea y rinde más, hasta que las rentabilidades disponibles en todo el mundo se igualasen. Este argumento es el mismo que ya se utiliza después de la Segunda Guerra Mundial, basado en modelos estáticos de comercio internacional, pero ahora se sugiere adicionalmente que el ahorro invertido desde los países ricos, al asignarse de forma óptima, podría incluso incrementarse respecto a la situación en que la inversión está restringida, al tener los agentes más incentivos para ahorrar toda vez que pueden acceder a las relativamente más ventajosas oportunidades de inversión que ofrecen los países en desarrollo.

El segundo argumento es que la libertad de flujos de capital favorecería el crecimiento económico en el largo plazo. Tal conclusión se deriva de los modelos originales de crecimiento neoclásico para una economía cerrada (Solow, 1956), en los que la tasa

de ahorro incide en la definición del estado estacionario como un parámetro exógeno. Se añade a continuación una restricción adicional -derivada de hecho de los modelos estáticos de comercio internacional aplicados al comercio de activos financieros que ya se han mencionado- como es que la apertura a la inversión provoca que la rentabilidad marginal del capital de la economía analizada se iguale de forma instantánea con el tipo de interés del resto del mundo, que se supone inicialmente menor al ser el capital relativamente más abundante allí (Gourinchas y Rey, 2013, pp. 8–15). A partir de estos dos elementos se deduce que la economía que se abriera a la inversión vería suplementada su tasa de ahorro, incrementando temporalmente su inversión y ritmo de crecimiento y accediendo a niveles permanentemente más altos del nivel de vida en el estado estacionario al que tendería asintóticamente en el largo plazo (Henry, 2007).

El tercer argumento es que la libertad de flujos de capital produciría una asignación intertemporalmente eficiente de los recursos. Los agentes -consumidores, empresas y países- podrían acceder al abanico más amplio posible de activos en los que invertir, lo que les permitiría una cobertura óptima de riesgos y mejores condiciones de financiación. Esta noción se deriva del modelo de equilibrio general competitivo con incertidumbre, o modelo de Arrow-Debreu (Arrow y Debreu, 1954; Debreu, 1959; Mas-Colell et al., 1995, chap. 20; Obstfeld y Rogoff, 1996, chap. 5), que en los setenta ya está asentado como un pilar fundamental de la teoría económica neoclásica y que constituye desde ese momento el núcleo principal de la defensa teórica de la liberalización de la inversión internacional.

La eficiencia intertemporal supondría en la práctica que los consumidores suavizarían su senda temporal de consumo, adaptándola en mayor medida a sus preferencias y protegiéndola de la mejor forma posible de cualquier contingencia futura. Análogamente, los países verían también reducida la variabilidad de sus magnitudes macroeconómicas a lo largo del tiempo, como producción, empleo y consumo. En este sentido, los flujos de inversión jugarían un papel contracíclico reduciendo la intensidad y profundidad de los ciclos económicos así como el impacto de los distintos shocks a los que pudieran verse sometidos los países.³²

El cuarto y último argumento plantea que la libertad de flujos de capital ejercería un efecto disciplinador saludable sobre las políticas públicas, pues los Gobiernos, fruto de la necesidad de convencer a los ahorradores -tanto residentes como no residentes- de que mantengan su riqueza dentro del país, tendrían menos incentivos para aplicar políticas irresponsables que son sostenibles solamente con un capital cautivo, como

32 Por ejemplo, en caso de un colapso de producción que provocara un descenso en precios, salarios y nivel de vida, se incrementaría la rentabilidad potencial para la inversión externa, lo que atraería el capital externo hacia la economía justo cuando más falta hace, contribuyendo así a la recuperación.

por ejemplo una expansión monetaria excesiva, una política fiscal percibida como injusta por los poseedores de riqueza o una regulación financiera poco solvente. Para Palley (2009, p. 21), esta visión estaría enraizada económicamente en la teoría de los bienes públicos locales de Tiebout (1956), de cuya aplicación al caso de la inversión internacional sin restricciones se deduciría que los países luchan por atraer el capital compitiendo entre sí en la aplicación de políticas razonables y solventes (Schulze, 2000, chap. 3,4).

Ahora bien, aunque los aspectos económicos puedan ser sin duda relevantes a la hora de describir una política como razonable, este tipo de diagnóstico deriva también -incluso principalmente- de criterios políticos, por lo que también es eminentemente político el argumento favorable a la liberalización por el efecto disciplinador que supuestamente ejerce la inversión sobre los Gobiernos. A partir de un hecho económico sobre el que no hay controversia académica, como es que la regulación de flujos de capital otorga mayor margen de maniobra para conducir la política económica -una intuición fuertemente asentada a partir de la experiencia histórica y formalizada teóricamente en el modelo Mundell-Fleming-, se argumenta que las políticas a las que dicho margen puede dar lugar son genéricamente menos recomendables que aquellas a las que obliga la libertad de flujos de capital. Por lo tanto, el margen de maniobra para los Gobiernos es negativo y liberalizar la inversión beneficioso porque limita dicho margen y disciplina a los Gobiernos.

Además de los cuatro razonamientos expuestos, la evidencia empírica acumulada durante los ochenta y los noventa ofrece tres argumentos adicionales favorables a la liberalización, todos ellos asociados a problemas concretos que implicaría la regulación de la inversión (Rodrik, 1998a). El primero es el argumento de la evasión, según el cual esta política sería probablemente ineficaz pues habría múltiples canales para evadirla, tanto dentro de los propios mercados financieros como disfrazando las transacciones financieras como corrientes, ya que éstas últimas están siempre menos restringidas (Cardoso y Goldfajn, 1998, p. 165; Edwards, 1999, p. 69; Neely, 1999, p. 27; Obstfeld, 1995, p. 184; Schulze, 2000, chap. 5).

El segundo argumento sería el de los costes asociados a la regulación, aludiéndose concretamente al encarecimiento de la financiación para las empresas (Ariyoshi et al., 2000; Edwards, 1999), a los costes administrativos que esta política comporta (Cardoso y Goldfajn, 1998, p. 165) o a los posibles efectos indeseados que puede generar sobre otros países (Cardoso y Goldfajn, 1998, p. 165).

El tercer y último argumento empírico alude a los daños que la regulación de la inversión internacional puede ocasionar. Por una parte, se afirma que aunque esta

política pueda ser eficaz es muy probable que promueva la corrupción, algo que sugieren Cardoso y Goldfajn (1998, p. 165) y de lo que habría también cierta evidencia contrastada (Ariyoshi et al., 2000; Edwards, 1999; Neely, 1999).

Por otra parte, a partir del argumento teórico-político del efecto disciplinador de la liberalización, se elabora un razonamiento muy habitual durante los noventa y quizá el más poderoso para oponerse a la regulación de los flujos de capital. Según se advierte, esta política podría ser dañina precisamente por su eficacia proporcionando margen de maniobra para los Gobiernos. La experiencia demostraría cómo este margen habría servido habitualmente solo para “comprar tiempo”, es decir, para que las autoridades pudieran aislarse temporalmente del diagnóstico de los inversores y del efecto positivamente disciplinador de los flujos, utilizando el margen de maniobra logrado no para solucionar los desequilibrios internos de las economías, causa profunda de los problemas que surgen durante la liberalización de la inversión, sino únicamente para retardar lo más posible el momento de afrontarlos (Dooley, 1995, p. 3; Edwards, 1999, p. 70). Modelos teóricos como el de Park y Sachs (1996) contribuyen a la crítica basada en la “compra de tiempo”, al establecer precisamente que determinadas políticas inconsistentes a juicio de los inversores son necesariamente insostenibles, y que la regulación de flujos de capital no puede sino diferir brevemente el momento en que dichas inconsistencias deberán necesariamente corregirse.

3.3.3. *Apoyo académico a la regulación*

Son también numerosos los argumentos académicos que cuestionan las virtudes de la liberalización de la inversión internacional, y de los que se deduce un apoyo genérico a la regulación de los flujos de capital. Todos se inspiran de una u otra forma en la experiencia histórica que desde los años setenta muestra cómo la tendencia liberalizadora viene acompañada de inestabilidad y crisis financieras cada vez más frecuentes.

En el plano teórico, hay un esfuerzo particular por cuestionar la validez de las prescripciones del marco del equilibrio competitivo en favor de la liberalización, para lo cual se identifican, describen y modelizan distintas imperfecciones de los mercados financieros. La existencia y relevancia de estas distorsiones supondría que el parecido de los mercados financieros reales con el ideal de los modelos neoclásicos es tan escaso -mucho menor que los mercados de bienes- (Bhagwati, 1998; Rodrik, 1998a, p. 4), que habría una clara justificación para regular por el argumento de segundo óptimo, según el cual cuando una distorsión no puede eliminarse -y por lo tanto el escenario de

primer óptimo es inalcanzable- es posible mitigar sus efectos nocivos sobre el bienestar añadiendo una distorsión adicional como es la regulación (Montiel, 1999, pp. 8–9).

Habitualmente se identifica como distorsión principal de los mercados financieros la asimetría en la información con la que cuentan los agentes y los problemas derivados de ella como el riesgo moral, la selección adversa y el comportamiento de rebaño, especialmente relevantes en los mercados emergentes por el menor desarrollo de sus sistemas financiero y regulador (Eichengreen, 2001, p. 341, 2000a, pp. 1106–1107; Eichengreen y Mussa, 1998, p. 17).

La información asimétrica, reflejada en externalidades negativas (Stiglitz, 2000, pp. 1079–1081) o fallos de coordinación (Montiel, 1999, pp. 8–9), daría pie a la acumulación excesiva de riesgos en la economía (Dooley, 1995, pp. 22–23; McKinnon y Pill, 1999, 1997; Rodrik y Velasco, 1999), lo que podría quizá desembocar en crisis, tal y como plantean los numerosos “modelos de crisis financieras” de los noventa (Breuer, 2004; García, 2002, chap. 2A; Neira, 2004, chap. 2,3), y que en cualquier caso contribuiría a explicar muy bien el escenario de inestabilidad que se observa en los países en desarrollo que liberalizan su cuenta financiera (Mishkin, 1998).

Al margen de los mercados de capitales, se señala la rigidez de los precios como una distorsión que también facilitaría la aparición de problemas cuando llegan intensos flujos de capital y el tipo de cambio es flexible. Los precios no podrían seguir las rápidas fluctuaciones del tipo de cambio, lo que generaría efectos nocivos en forma de variabilidad del producto (Dornbusch, 1986; Tobin, 1978).

El razonamiento teórico y la evidencia empírica se combinan para cuestionar algunos de los argumentos teóricos concretos en favor de la liberalización. Por ejemplo, las imperfecciones en los mercados harían muy difícil en la práctica lograr una óptima diversificación de los riesgos (Obstfeld, 1998, p. 22). Por otra parte, el efecto disciplinador sobre las políticas de los Gobiernos (Fischer, 1997, p. 4; Obstfeld, 1998, p. 22), traducido en la práctica en una reducción de su margen de maniobra, podría tener consecuencias negativas para los países, fruto de nuevo de las imperfecciones de los mercados. En efecto, de acuerdo a la evidencia acumulada, las economías que liberalizan su cuenta financiera estarían viéndose obligadas a participar en una competencia a la baja en los tipos impositivos aplicados a las empresas (Rodrik, 1998b), de lo que se derivaría o bien una subprovisión de servicios públicos o bien una mayor carga fiscal relativa sobre el trabajo (Obstfeld, 1998, p. 18).

Desde un punto de vista más amplio, la apertura a la inversión internacional se estaría mostrando cada vez más como un elemento que colisiona con la demanda democrática de estabilidad y redes de seguridad que las sociedades trasladan a sus Gobiernos (Obstfeld, 1998, p. 28). El origen de este fenómeno sería evidentemente la ventaja que la libertad de circulación de la inversión otorga al capital frente a los Gobiernos, quienes poco o nada podrían hacer desde su ámbito de acción nacional para liberarse de la presión que supone una riqueza que amenaza -creíblemente- con moverse internacionalmente si no se le ofrecen condiciones fiscales atractivas (Crotty y Epstein, 1996, p. 134).

Como último elemento, cabe señalar que las posiciones críticas con la liberalización de flujos de capital parecen tener en los noventa ciertas dificultades para rebatir los argumentos de naturaleza empírica contrarios a la regulación, centrados en los problemas prácticos de esta política. El argumento de la ineficacia es difícilmente rebatible en la medida en que la evidencia empírica respecto a experiencias concretas de regulación solo empieza a estar disponible al final de la década, siendo además escasa y a menudo poco concluyente. La experiencia de Brasil no es muy analizada pero merece diagnósticos básicamente positivos en cuanto a su eficacia (Cardoso y Goldfajn, 1998; Reinhart y Smith, 1998). La experiencia más famosa es la chilena, que suscita opiniones positivas pero ni mucho menos unánimes (Chumacero et al., 1997; Edwards, 1998; Laurens y Cardoso, 1998; Reinhart y Smith, 1998; Soto, 1997) y aún más clara es la división de opiniones en cuanto a la experiencia de Colombia (Ariyoshi et al., 2000; Cárdenas y Barrera, 1997; Le Fort y Budnevich, 1996; Reinhart y Smith, 1998), así como en los trabajos de sección cruzada y revisión de literatura (Dooley, 1995; Montiel y Reinhart, 1999; Reinhart y Smith, 1998).³³

El argumento de los costes tampoco es seriamente rebatido, pues si escasa es la evidencia empírica que lo sustenta parece completamente inexistente la que lo cuestiona, y algo muy parecido sucede con la primera modalidad del argumento de los daños, el que alude a la corrupción. La noción de que la regulación de flujos de capital probablemente genera corrupción, según Palley (2009, p. 21), se habría aceptado como válida principalmente por analogía a partir de casos de corrupción detectados por trabajos centrados en esquemas de restricciones cuantitativas al comercio, como el de Krueger (1974). Pero lo cierto es que la evidencia revisada no parece constatar más que de forma genérica y algo inconcreta este tipo de fenómenos en las

³³ La experiencia de Malasia restringiendo los flujos de salida a partir de 1998 es uno de los casos en que la literatura ha constatado la eficacia de la regulación de la inversión de forma más unánime (Ariyoshi et al., 2000; Cordero and Montecino, 2010; Edison and Reinhart, 2001; Goh, 2005; Johnson et al., 2006; Kaplan and Rodrik, 2002; Magud and Reinhart, 2006; Ocampo, 2002; Palma, 2000; Rojas-Suárez, 2002). Sin embargo, todos los trabajos de los que se deriva esta conclusión aparecen a partir de 2000, con lo que no influyen en el debate político y económico de la década de los noventa.

experiencias de regulación de inversión, con lo que cabe deducir que se trata de un argumento relativamente aceptado de nuevo porque es prácticamente inexistente la evidencia que pueda rebatirlo.

Rodrik y Velasco (1999, pp. 23–24) hacen un interesante apunte que cuestiona la solidez argumentativa de las críticas a la regulación basadas en las cuestiones de evasión y corrupción. Para estos autores, lo que llama la atención es la intensidad con la que se critica la regulación de la inversión por los problemas mencionados, al mismo tiempo que se recomiendan fervientemente como alternativas óptimas la regulación macroprudencial o las políticas basadas en los estándares transparentes de conducta de los agentes. No parece muy consistente suponer que estas últimas políticas están exentas de dificultades cuando implican exactamente a los mismos actores que la denostada regulación de flujos de capital -autoridades y agentes privados, sobre todo del sector financiero- y por lo tanto se enfrentan a problemas potenciales idénticos tanto de eficacia como de corrupción.

Por último, no parece haber el más mínimo cuestionamiento del argumento de los daños en su segunda modalidad, la que señala que la regulación solo serviría normalmente para comprar tiempo. Al ser de raíz política, este razonamiento es irrefutable a no ser que se discuta el diagnóstico negativo respecto al margen de maniobra de los Gobiernos o bien, como mínimo, la idoneidad genérica de las políticas que se convierten en inevitables fruto de la liberalización financiera. En la medida en que ninguna de estas dos cuestiones se pone en entredicho, pues el consenso en torno a ellas es prácticamente unánime en los noventa, el argumento empírico que se opone a la regulación porque ésta sirve para “comprar tiempo” no puede ser rebatido.

3.3.4. El restringido papel de la regulación como principal recomendación política

Entre las décadas de los setenta y los noventa parece aceptarse de forma unánime la existencia de distorsiones en los mercados, particularmente los financieros. Ahora bien, según se argumenta, ello no necesariamente justifica regular la inversión, pues debería antes demostrarse fehacientemente que se ha identificado con precisión la distorsión causante del problema, que dicha distorsión no puede eliminarse y que la regulación correctora aportará más beneficios que costes (Dooley, 1995, p. 1; Montiel, 1999, p. 2,8; Obstfeld, 1995, p. 184). La imposibilidad práctica de cumplir estos requisitos se esgrime como legitimación de una desconfianza total ante la regulación, que ante la duda se asocia con más daños que beneficios. Ahora bien, al mismo tiempo es cada vez más evidente en los noventa que las crisis financieras ocurren tras

la liberalización de la inversión internacional, cumpliendo siempre los flujos de capital un papel relevante tanto en la acumulación de riesgos como en el estallido final de los problemas financieros.

La combinación de los elementos anteriores explica cuál es la recomendación política claramente predominante especialmente durante los noventa, ofrecida tanto desde la academia como desde el IMF: la utilización de la regulación de flujos de capital solo como último recurso para que países en desarrollo puedan secuenciar de forma segura la liberalización de la cuenta financiera. Esta visión es avalada por distintas propuestas teóricas (Dooley, 1995, pp. 23–24) y se sustenta en la siguiente argumentación (Eichengreen y Mussa, 1998, pp. 17–19; Fischer, 2002, 1999a, pp. 561–564, 1999b, 1997, pp. 4–8).

La presencia de distorsiones en los mercados financieros implica que los flujos de capital son inherentemente volátiles y proclives a fenómenos potencialmente dañinos como el contagio injustificado o las profecías autocumplidas. Tres son las líneas de defensa adecuadas para evitar que esta realidad amenace la estabilidad financiera de una economía: políticas macroeconómicas sólidas -lo que implica flexibilizar el tipo de cambio y promover el crecimiento mediante baja inflación, bajo déficit público y cuenta corriente sostenible-, buenos estándares de conducta por parte de los agentes del sistema financiero -en materias como auditoría, gestión de riesgos o revelación de información- y un esquema adecuado de regulación prudencial financiera eficazmente aplicado.

Si estas tres líneas de defensa funcionan adecuadamente, como puede suponerse que ocurre en los países más desarrollados, la regulación de flujos de capital no es necesaria. Ahora bien, en países que, fruto de su todavía insuficiente nivel de desarrollo, presenten disfunciones en uno o varios de los ámbitos mencionados, la liberalización inversora puede facilitar la acumulación de riesgos y la eventual aparición de crisis, algo indeseable en sí mismo y que además puede comprometer el propio proceso de liberalización, positivo y necesario para todas las economías en el medio plazo pero que se percibiría como arriesgado y dañino a corto plazo.

En ese contexto, la regulación de flujos de capital no puede en modo alguno suplir a las líneas de defensa mencionadas pero puede ser útil temporalmente para un país en desarrollo como una medida funcional a la liberalización, permitiendo que este proceso avance sin sobresaltos mientras sus líneas de defensa se fortalecen, haciendo posible que en el futuro se afronte de forma segura la apertura a la inversión sin necesidad de regulación de la misma (Ariyoshi et al., 2000, p. 41; Edwards, 1999; Eichengreen,

1999, chap. 2; Eichengreen et al., 1999; Eichengreen y Mussa, 1998, pp. 17–19; Fischer, 2002, 1999a, pp. 561–564, 1999b; Johnston y Otker, 1999). La regulación de precios es la más recomendable, útil para liberalizar más rápidamente los flujos de mayor plazo de vencimiento, mientras se desaconsejan tajantemente las restricciones cuantitativas incluso como medida temporal.

En el marco prescriptivo de políticas que se ha descrito el argumento que apoya la liberalización porque disciplina a los Gobiernos adopta una forma muy concreta: la liberalización es positiva porque convierte en insostenibles la inflación elevada o el déficit público y exterior excesivos -a juicio de los inversores-, fenómenos contrarios a las políticas consideradas deseables. De aquí se deriva también la forma concreta del argumento empírico que se opone a la regulación basado en que solo sirve para “comprar tiempo”. Es lógico que se desconfíe de la regulación de flujos de capital ya que, contrariamente a la recomendación dominante, no habría servido en la práctica para facilitar la liberalización, sino únicamente para resistirse subrepticamente a ella, prolongando los desequilibrios responsables de la inestabilidad que causan los flujos sin tratar de corregirlos. Se trata por lo tanto de una herramienta sospechosa por haber servido en muchas ocasiones a un fin espurio como es esquivar temporalmente el positivo efecto disciplinador de los flujos, retardando la transición hacia el -necesario y beneficioso- régimen liberalizado de inversión internacional, es decir, para “comprar tiempo”.

Quizá lo más relevante de la concepción de políticas dominante en los noventa es que ni la desconfianza que merece la regulación ni el papel subsidiario que se le asigna surgen de diagnosticar que esta política es ineficaz económicamente -pues de hecho su eficacia se reconoce implícitamente al aceptar que los países regulan la inversión para ganar margen de maniobra- sino más bien de una valoración política negativa del objetivo al que parece haber contribuido en la práctica la regulación, como es el sostenimiento de determinadas dinámicas macroeconómicas que se juzgan como inadecuadas políticamente.

A pesar de los desarrollos teóricos que socavan las hipótesis de los modelos neoclásicos y de la evidencia empírica que es aceptada unánimemente como un serio aviso de los riesgos que la liberalización entraña para las economías, son claramente minoritarias las recomendaciones explícitas de política alternativas a la que se ha expuesto. Un primer ejemplo es el trabajo de Rodrik y Velasco (1999, p. 23), en el que se defiende que la experiencia durante los ochenta y noventa justifica sobradamente la regulación preventiva los flujos entrantes de capital, en especial los de deuda de corto plazo cuyo auge a menudo precede el estallido de crisis de liquidez.

Otras propuestas destacadas parten de la identificación de la rigidez en los precios como el origen de los problemas que las rápidas fluctuaciones de los tipos de cambio flexibles provocan en las economías. En este sentido, Dornbusch (1986) plantea la utilidad de un sistema dual de tipos de cambio, bajo el cual las transacciones corrientes estén sujetas a un tipo de cambio estable y solo las financieras al tipo fluctuante. El mismo punto de partida inspira la propuesta de un impuesto generalizado a las transacciones financieras internacionales o “tasa Tobin” (Eichengreen et al., 1995, p. 164; Tobin, 1978), que recupera la preocupación que ya planteaba Nurkse (1944) respecto a los efectos nocivos de la volatilidad de los tipos de cambio en las economías (Dooley, 1995, pp. 21–22; Garcimartín, 2009; Milne, 2014, pp. 54–55).

3.3.5. El decidido impulso liberalizador del IMF

El IMF se erige durante los noventa en el más ferviente defensor de la postura que aboga por utilizar la regulación de flujos de capital solamente como medida temporal de último recurso funcional para liberalizar la cuenta financiera de forma segura, si bien, y a diferencia de la opinión académica más extendida, reconoce que la regulación de precios de carácter preventivo sobre los flujos de entrada puede ser una política perfectamente aceptable, siempre como último recurso, incluso una vez completado el proceso de liberalización (Fischer, 1997, pp. 7–8).

Una posición como la anterior, teniendo en cuenta el apoyo sin fisuras que el IMF ofrecía a la regulación de la inversión durante el periodo de Bretton Woods, denota una notable transformación de la institución en cuanto a la visión política de los flujos de capital y su regulación desde los setenta (Gallagher, 2015, chap. 2, 2012c, p. 10). Este cambio no se explica completamente por modificaciones de calado del marco normativo, que apenas es matizado para condicionar el derecho de los países a regular la inversión internacional a la no manipulación del tipo de cambio para incrementar la competitividad de las exportaciones de forma “no limpia” (International Monetary Fund, 2010b, p. 18).³⁴ Ahora bien, esta modificación marginal es relevante, porque otorga espacio para valorar discrecionalmente cuándo una regulación sirve para manipular el tipo de cambio, lo que en la práctica supone una cobertura legal para que el IMF pueda promover muy activamente la liberalización de la cuenta financiera durante los ochenta y los noventa. De hecho, es habitual exigir dicha liberalización

³⁴ En las consideraciones generales del Artículo IV puede leerse: “el propósito esencial del sistema monetario internacional es proporcionar un marco que facilite el intercambio de bienes, servicios y capital entre los países” (International Monetary Fund, 2011e, p. Art. IV); la sección primera del mismo artículo especifica: “cada país miembro deberá...(iii): evitar manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para eludir un eficaz ajuste de balanza de pagos o para ganar una ventaja competitiva desleal sobre otros miembros” (International Monetary Fund, 2011e, p. Art IV, secc 1ª).

como condición para acceder a los programas de financiación de emergencia del IMF durante la crisis de la deuda de los países en desarrollo (Gallagher, 2012c, p. 12).

Lo cierto es que desde la década de los setenta el objetivo de la liberalización financiera se va consolidando en el seno del IMF como una “norma social” (Abdelal, 2007, p. 129) hasta que en los noventa la unanimidad dentro de la institución en favor de este objetivo es absoluta (Subbarao, 2014). La liberalización se considera positiva e inexorable sin matiz alguno, tal y como deja claro Stanley Fischer, el Primer Subdirector Gerente del IMF, cuando afirma, apenas tres meses después del estallido de la crisis del sudeste asiático, que la liberalización de la cuenta financiera es “*un paso inevitable en el camino del desarrollo, que no puede evitarse y al que por lo tanto habría que adaptarse*” (Fischer, 1997, p. 3), argumento éste, se recalca a continuación, que no es solo potente sino también correcto.

Ya durante los noventa, el IMF pretende lograr un mayor respaldo legal a este impulso liberalizador, para lo cual promueve una modificación sustancial de su propio marco normativo que equipare el tratamiento y las atribuciones de la institución respecto a la cuenta financiera con las existentes en el ámbito de la cuenta corriente (International Monetary Fund, 2010b, p. 19; Rodrik, 2012a, chap. 5). Así, con la justificación de poder realizar una mejor supervisión del inevitable proceso de liberalización, garantizando su desarrollo ordenado y evitando en lo posible turbulencias financieras indeseadas (Fischer, 1997, pp. 10–12), el IMF pretende dotarse de poderes explícitos para exigir la retirada de determinadas políticas de regulación sin tener que justificar que sirven para manipular indebidamente el tipo de cambio.

Este proceso no logra de forma rápida el consenso necesario, y se ve finalmente frustrado por la crisis del sudeste asiático que estalla en julio de 1997, uno de cuyos factores de contexto desencadenantes es precisamente la acelerada liberalización de los flujos de capital que había tenido lugar durante los años anteriores y que, según la percepción generalizada, había sido promovida por el IMF sin tener en cuenta adecuadamente los riesgos que comportaba (International Monetary Fund, 2010a, p. 15, 2010b, p. 19).

A pesar de que este cambio normativo no llega a concretarse, no cabe duda de que el IMF juega un papel absolutamente central durante los noventa en la promoción de la liberalización de la cuenta financiera, contribuyendo además a convertir en hegemónica la visión según la cual la regulación de flujos de capital es una medida de la que hay que desconfiar, recomendable en el mejor de los casos como último recurso.

3.4. La regulación de flujos de capital desde los dos mil

3.4.1. *El fenómeno actual de los flujos de capital*

Tras la primera oleada globalizadora desarrollada entre 1870 y 1913 y dominada por la emisión de títulos de deuda en los países desarrollados para financiar Gobiernos o infraestructuras de países en desarrollo como Estados Unidos, Rusia, Canadá o Argentina, el segundo auge globalizador que se inicia en los setenta supera desde inicio de los dos mil al primero y está protagonizado por los países más ricos como principal destino inversor mundial (International Monetary Fund, 2010b, p. 6; Milne, 2014, pp. 63–68). Entre sus factores determinantes, junto a la progresiva eliminación de restricciones a los flujos de capital, en especial hasta los años noventa, cabría citar la creciente aportación de los países en desarrollo como emisores de títulos, los cada vez más relevantes intercambios comerciales, el creciente papel de los inversores institucionales que movilizan masas cada vez mayores de ahorro, la innovación financiera o el desarrollo de la tecnología de la información y las comunicaciones (Eichengreen y Mussa, 1998, pp. 16–17).

El auge inversor se habría acelerado particularmente a finales del siglo XX, como demuestra que entre 1985 y 2007 el stock agregado de activos y pasivos financieros incrementara su peso sobre el PIB mundial del 80% al 300%, mientras el peso de la inversión bruta sobre el PIB mundial ascendiera del 4% a casi el 20% (Binici et al., 2009, p. 3; International Monetary Fund, 2010b, p. 6; Lund et al., 2013, p. 24).

De toda esta inversión, es de especial interés para este trabajo la dirigida hacia los países en desarrollo, en los cuales se centra gran parte del debate respecto a la regulación de los flujos de capital. Dicha inversión habría presentado desde la caída del sistema de Bretton Woods tres grandes oleadas (Committee on the Global Financial System, 2009). La primera se inicia en los setenta, impulsada por los superávits exportadores de los países petroleros que acaban nutriendo una fuerte inversión hacia los países emergentes, dado el contexto recesivo en las economías ricas, con flujos brutos entrantes de hasta el 4% del PIB anual sobre todo en forma de préstamos en divisas y a corto plazo destinados a Gobiernos y particulares. La crisis de la deuda que estalla en 1982 pone fin a esta primera fase inversora.

La segunda oleada de inversión se inicia en los noventa, momento en que los emergentes vuelven a resultar atractivos por su prometedor crecimiento y las nuevas oportunidades de inversión que proporciona la progresiva liberalización de sus cuentas

financieras. Los flujos brutos alcanzan el 6% del PIB y se detienen bruscamente tras las numerosas crisis financieras que se suceden a lo largo de la década -México, sudeste asiático, Rusia, entre otras- junto con episodios como la quiebra de Long Term Capital Management o el estallido de la burbuja tecnológica en Estados Unidos en 2000. La tercera fase inversora habría sido la más intensa de todas y alcanza su cenit en 2007, con flujos entrantes brutos del 12% del PIB en términos agregados, nivel que casi se recupera en 2012 tras un breve colapso en 2008 provocado por la quiebra de Lehman Brothers (Lund et al., 2013, p. 35).

Cualitativamente, la inversión bruta hacia los países emergentes sería altamente sincronizada, sobre todo en cuanto al momento en que finalizan las épocas de euforia (International Monetary Fund, 2011c, p. 11). Sería además muy volátil (Bluedorn et al., 2013), un rasgo que podría haberse agudizado desde los años noventa, si bien este efecto es visible cuando se analiza el volumen inversor (International Monetary Fund, 2011a, p. 132, 2011f, p. 132), pero no su peso sobre el PIB (International Monetary Fund, 2011c, p. 15). Por último, parece claro que la volatilidad se concentraría particularmente en los flujos de cartera y de “otras inversiones” (Bluedorn et al., 2013; International Monetary Fund, 2011c, p. 15; Levchenko y Mauro, 2007, p. 5 y 8).

3.4.2. “Re-regulación” de los flujos de capital en el nuevo siglo

Tras la generalizada tendencia liberalizadora entre los setenta y los noventa, la regulación de los flujos de capital cobra en los dos mil un renovado protagonismo entre los países emergentes. Si Argentina es inicialmente la principal experiencia, en 2007 son 24 países los que regulan los flujos de capital, entre los cuales se encuentran Chile, Corea del Sur, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Rusia, Tailandia y Uruguay, además de Argentina, China e India (Habermeier et al., 2011, pp. 27–30; Ostry et al., 2011, p. 37).

La crisis financiera que estalla en 2008 no hace sino incrementar la relevancia de esta política (Gallagher, 2011b, p. 18; Grabel, 2012, pp. 61–64; International Monetary Fund, 2013b, p. 24; Pradhan et al., 2011, p. 22), lo que configura un panorama regulador amplio y diverso (Chang, 2011, p. 23). China e India, con cuentas financieras aún relativamente cerradas, habrían incluso ralentizado más su pausada senda de liberalización. El grupo más nutrido de experiencias de regulación correspondería a países relativamente abiertos a la inversión que pretenden matizar el perfil de los flujos entrantes para prevenir la apreciación cambiaria o la acumulación de riesgos excesivos. De todos ellos, Brasil y Perú son los únicos que a partir de 2009 aplican

medidas de regulación que discriminan en función de la residencia, los “controles de capital” en la terminología del IMF (International Monetary Fund, 2011c, p. 41). Por último, Venezuela e Islandia -único país entre los más ricos que recurre a la regulación de inversión- son los ejemplos más destacados de restricciones cambiarias para limitar la salida de capitales, en el caso de Islandia como respuesta a una crisis aguda tras el colapso en 2008 de todo su sistema bancario.

En definitiva, parece que tras la crisis de 2008 se habría producido lo que Gallagher (2015, chap. 1) denomina una cierta “re-regulación” de la cuenta financiera en los países emergentes. Esto se explicaría al menos parcialmente por su mayor autonomía en la escena internacional, gracias por ejemplo a su relativamente exitosa -sobre todo en el caso asiático- salida de las crisis de los noventa, a su buen desempeño tras la crisis de 2008 y al hecho de que muchos de estos países ya no tienen compromisos pendientes con el IMF (Gallagher, 2015, chap. 1; Grabel, 2013, p. 1).

Los diagnósticos en cuanto a las perspectivas futuras de la regulación de flujos de capital están muy divididos. Para el IMF (2012b, p. 10, 2012e, pp. 9–10, 2010b, pp. 22–23) el auge regulador en el mundo emergente iniciado durante los dos mil sería un hecho puntual irrelevante en el marco de la sólida tendencia de largo plazo hacia la desregulación de la cuenta financiera, prácticamente concluida en los países más desarrollados y avanzando a buen ritmo en el mundo en desarrollo. En sentido contrario, para Gallagher (2015, chap. 1) el fenómeno actual merecería mayor atención, pues comparando las décadas de los noventa y los dos mil parece claro que las regulaciones en vigor tienden a ser cada vez menos intensas, pero al mismo tiempo habría más países que recurren a estas políticas (Gallagher, 2011b, p. 18; Helleiner, 1998; International Monetary Fund, n.d.).

3.5. El debate académico sobre la regulación de flujos de capital en los dos mil

3.5.1. Argumentos favorables a la liberalización

Durante los dos mil se mantienen plenamente vigentes los argumentos teóricos que sustentaban la recomendación de liberalizar los flujos de capital entre los setenta y los noventa, basados en la eficiencia en la distribución mundial de los recursos, el impulso al crecimiento en el largo plazo, la eficiencia en la asignación intertemporal de los riesgos y el efecto positivo de la inversión disciplinando las políticas de los Gobiernos (Neira, 2004, pp. 347–350; Obstfeld y Taylor, 2004, pp. 5–9; Stiglitz et al., 2006, p. 169). Como novedad, se destacan otras ventajas como la transferencia de

conocimiento productivo y organizativo o el desarrollo del sistema financiero y de las instituciones (Eichengreen, 2007, pp. 3–5; Kose et al., 2006, pp. 5–7; Ocampo, 2015, pp. 9–15; Palley, 2009, p. 17; Prasad et al., 2003, p. 9,10,23), elementos que de todas formas podrían considerarse incluidos implícitamente en los cuatro argumentos originales.³⁵

Adicionalmente, se refuerzan los tres argumentos empíricos también presentes en la etapa anterior que defienden la liberalización destacando los inconvenientes o problemas que supone restringirla (Palley, 2009, p. 22), basados en la ineficacia, los costes y los daños que comporta la regulación, si bien, como ya ocurriera en los noventa, la evidencia en la que se basan no parece tan sólida como a veces se da a entender. En cuanto a la evasión, se documentan de forma más pormenorizada las distintas estrategias disponibles, utilizando canales tanto comerciales como financieros (Brondolo, 2011; Neira, 2004, pp. 353–356; Spiegel, 2012; Yongding, 2009, p. 19), y se documenta su relevancia en diferentes experiencias de regulación, como Brasil en los noventa y en los dos mil, o China, Colombia, Indonesia y Tailandia después de 2008 (Carneiro y Rossi, 2012, p. 13; Carvalho y Garcia, 2008, pp. 54–66; D. Gabor, 2012, p. 724; International Monetary Fund, 2012a, pp. 19–33, 2011c, pp. 63–64; Ostry et al., 2011, p. 26; Pereira da Silva y Harris, 2012, pp. 36–37; Yongding, 2009, p. 19).

En cuanto a los costes, sigue argumentándose que la regulación encarece la financiación de las empresas (Alfaro et al., 2014; Forbes, 2011, 2007a, 2007b, 2006, 2003; Harrison et al., 2004), y se ofrece también cierta evidencia de costes por ineficiencias en la asignación de recursos (Johnson et al., 2006; Johnson y Mitton, 2003). Como expone Ocampo (2015, p. 19), un coste que se identifica habitualmente es que la regulación segmenta los mercados, lo que contribuiría a agudizar su estrechez, una distorsión que ya de por sí es muy relevante en los países en desarrollo. Se presta también atención al posible efecto colateral de la regulación preventiva de flujos entrantes alterando el perfil inversor hacia otros países, una cuestión sobre la que hay diagnósticos opuestos en cuanto a su relevancia y también respecto al signo del efecto detectado (Forbes et al., 2011; International Monetary Fund, 2011d; Ostry et al., 2012b; Pasricha et al., 2015). Por último, se advierte genéricamente del posible coste derivado de que la regulación, tratando de afinarse y perfeccionarse cada vez más, acabe convirtiéndose en un entramado excesivamente complejo y discrecional (Fraga, 2012).

En tercer lugar se presta atención también a la cuestión de los daños que la regulación

³⁵ Por ejemplo, la transferencia de conocimiento sería uno de los canales por los que los flujos de capital impulsan el crecimiento en el largo plazo, mientras que el avance en materia de instituciones podría considerarse una concreción del efecto disciplinador de la inversión.

podría ocasionar. Siguen vigentes aunque algo atenuadas tanto la sospecha de corrupción (Gabel, 2006, 2003, p. 331) como la advertencia de que la regulación pueda servir simplemente para “comprar tiempo” y diferir reformas estructurales necesarias para afrontar con garantías los indudables retos que comporta la intensa inversión entrante (Committee on International Economic Policy and Reform, 2012, p. 30). La pérdida de relevancia del argumento de la “compra de tiempo” se relaciona quizá con un consenso menos unánime respecto a cuestiones como la necesidad de liberalizar la cuenta financiera o la prioridad que cabe otorgar a las políticas que dicha liberalización convierte en inevitables, como son el control de la inflación y de los déficit público y exterior.

Por último, otro peligro del que se advierte es un mayor estímulo de la actividad bancaria y financiera fuera del perímetro regulado, la llamada “banca en la sombra”, lo que supondría que los riesgos que se pretenden mitigar regulando la inversión podrían incluso amplificarse a medida que las dinámicas que preocupan a los reguladores simplemente se trasladan fuera de su jurisdicción (De Gregorio, 2012).

3.5.2. Cuestionamiento de las hipótesis en que se basa la recomendación de liberalizar

El primer conjunto de argumentos favorables a la regulación de flujos de capital durante los dos mil plantea, como ya se hacía en los noventa, que la regulación es en términos genéricos deseable porque las economías reales son en realidad muy distintas del modelo de economía competitiva sobre el que la economía neoclásica ofrece sus prescripciones en favor de la liberalización.

En primer lugar, se profundiza en el análisis de las distorsiones como un elemento clave para comprender cómo se comportan en realidad los flujos de capital y por qué parecen favorecer la inestabilidad y la aparición de crisis. En los mercados financieros de nuevo se identifica la asimetría en la información como la principal imperfección (Obstfeld y Taylor, 2004, pp. 10–12; 2004, p. 59; Stiglitz et al., 2006, chap. 11). Se apunta también al carácter incompleto de los mercados, especialmente en los países en desarrollo, a los problemas generalizados de la regulación financiera o a las abundantes externalidades, como por ejemplo el perjuicio a los exportadores que generan los flujos entrantes que aprecian el tipo de cambio o la contracción del crédito que suelen aplicar los bancos cuando se producen flujos intensos de salida (Stiglitz et al., 2006, chap. 11).

Se identifican también distorsiones fuera del ámbito financiero, como diversas características del entorno institucional -derechos de propiedad, cumplimiento de contratos, corrupción, mala gobernanza corporativa- (Rodrik, 2015a), o la rigidez de los precios (Montiel, 2013, pp. 21–22), ya señalada desde los ochenta como el origen de que las fuertes fluctuaciones de la demanda a las que contribuyen los flujos de capital se traduzcan en fuertes fluctuaciones del producto, del empleo y el nivel de vida.

En segundo lugar aparece una línea novedosa de análisis teórico y empírico que desde los campos de la psicología y la economía del comportamiento sostiene que las personas no son racionales en el sentido en que supone la teoría económica neoclásica, es decir, con un comportamiento egoísta y maximizador combinado con óptima capacidad de registro y cómputo de toda la información disponible (Akerlof y Shiller, 2009; Kahneman, 2011; Lehrer, 2010; Mlodinow, 2013; 2003a, 2003b; Sutherland, 1992).

En tercer y último lugar, es también objeto de profunda crítica el concepto de incertidumbre que se asume en los modelos neoclásicos, según el cual el futuro no puede conocerse con exactitud pero sí todos los resultados posibles que pueden darse en él y con qué probabilidades (Lavoie, 1992, pp. 5–6, 42–60), una simplificación que aleja irremediabilmente a estos modelos de la realidad. Un planteamiento más realista es el que parte de Knight (1921) y Keynes (1937, pp. 213–214) para considerar que los agentes se enfrentan a una incertidumbre “radical”, porque el futuro es completa e inevitablemente incierto (Lavoie, 1992, p. 42), y ello hace que su proceso de toma de decisiones, incluso aunque se basara en un comportamiento egoísta y maximizador, se parezca muy poco al que se modeliza dentro del paradigma neoclásico, simplemente porque la información en que se fundamenta, en gran parte relacionada con el futuro, es inevitablemente incierta.

Ocampo (2015, pp. 9–14) parte de este concepto de incertidumbre radical como explicación última de la existencia de distorsiones en los mercados financieros, como la información incompleta y asimétrica. Por su parte, Minsky (1992, 1986, pp. 2–9, 1977) toma también esta noción para desarrollar, completamente al margen del marco del equilibrio, su hipótesis de inestabilidad financiera, centrada en la capacidad endógena de las economías capitalistas cerradas para generar inestabilidad pero que inspira numerosos desarrollos teóricos -algunos ya en los noventa pero la mayoría de ellos en los dos mil- que describen cómo la intensa entrada de flujos de capital puede contribuir a generar un entorno de fragilidad financiera y una mayor predisposición a sufrir crisis (Agosin y Huaita, 2010; Arestis y Glickman, 2002; Foley, 2001; Frenkel y Rapetti, 2009, pp. 688–689; Grabel, 1993; Kindleberger y Aliber, 2012, p. 422; Kregel,

2004, 1998; Melo, 2012; Summa, 2005; Taylor, 1998; Weller, 2001).

3.5.3. Cuestionamiento de los argumentos concretos favorables a la liberalización

Un segundo conjunto de argumentos favorables a la regulación, fruto tanto del desarrollo teórico como de la evidencia empírica, se basan en la crítica de los argumentos teóricos concretos en que se sustenta la recomendación de liberalizar la inversión internacional, una línea que supone también la continuación y profundización de trabajos que ya se realizaban en los noventa.

3.5.3.1. Eficiencia en la asignación del ahorro

El primer argumento que se cuestiona es que la liberalización implique necesariamente la eficiencia en la asignación del ahorro mundial, que en condiciones de libertad para su circulación se acabaría invirtiendo allí donde más escaso y necesario es. Contrariamente a lo que sugieren los modelos de comercio estático de activos financieros, se constata que el capital no fluye desde los países en que es abundante hacia aquellos en que es escaso (Alfaro et al., 2007), lo que se conoce como “paradoja de Lucas” (Lucas, 1990), sino más bien entre países ricos. Hay buenos motivos teóricos que explicarían este resultado, pues los inversores no se sentirían atraídos por la mera rentabilidad sino por la rentabilidad ajustada por el riesgo, que en general es claramente mayor en los países más ricos aun siendo ahí más abundante el capital (Stiglitz et al., 2006, p. 169).

Adicionalmente puede dudarse incluso de que la inversión que llegue a cualquier país sea canalizada eficientemente mediante los incentivos del mercado. Para Stiglitz y Greenwald (2014) sería más que dudoso que esto ocurriera, entendiendo por canalización eficiente aquella que permite a la economía “aprender”, es decir, adquirir nuevas habilidades de todo tipo para satisfacer de la mejor forma posible las necesidades de la sociedad de forma compatible con el entorno. Por ejemplo, la información asimétrica facilitaría un perfil inversor muy volcado en sectores como el inmobiliario, atractivos para el inversor pero poco favorecedores del aprendizaje y muy proclives a generar burbujas, siendo la regulación potencialmente útil para desincentivar este tipo de inversión entrante (Stiglitz y Greenwald, 2014, p. 406,415). En otro sentido, la dinamización del sector exportador, que impulsa fuertemente el aprendizaje de la economía, podría obligar -dado el actual marco normativo respecto al comercio internacional- a mantener un tipo de cambio competitivo y estable, algo que de nuevo podría requerir una regulación de los flujos de capital (Stiglitz y Greenwald,

2014, pp. 417–420).

3.5.3.2. Impulso al crecimiento en el largo plazo

El segundo argumento que se rebate es que la liberalización impulse el crecimiento de las economías en el largo plazo. Si bien los análisis de sección cruzada ofrecen resultados contradictorios respecto a esta cuestión (International Monetary Fund, 2012a; Klein, 2012; Lee, 2004; Lee y Jayadev, 2005; Quinn y Toyoda, 2008), las revisiones de literatura son casi unánimes afirmando que no existe en la literatura empírica un sustento sólido para la idea de que la apertura (restricción) a los flujos de capital en términos legales impacta positivamente (negativamente) sobre el crecimiento (Bretton Woods Project y Oxfam, 2001; Chowla, 2011; Committee on the Global Financial System, 2009; Edison et al., 2004; Eichengreen, 2001; Jeanne et al., 2012; Kose et al., 2006; Lee, 2004; Ostry et al., 2010; Prasad et al., 2003; Prasad y Rajan, 2008).

Tampoco parece que una dependencia elevada del esfuerzo inversor con respecto a los flujos entrantes favorezca dicho crecimiento (Prasad et al., 2007), y de hecho podría incluso minarlo (Mody y Murshid, 2011, p. 2; Oliveira Damasceno, 2013), siendo habitual que la inversión impulse fuertemente el crecimiento en el corto plazo durante breves e intensas fases alcistas provocando posteriormente severos retrocesos en esta misma variable cuando termina el auge inversor, normalmente de forma súbita (Benigno et al., 2014b; Cardarelli et al., 2010).

De nuevo parece que estos resultados podrían tener explicación teórica. Para Rodrik (2015a), en las economías en desarrollo no escasearía tanto el ahorro como la demanda de inversión, ya que, como consecuencia de distorsiones variadas, las numerosas oportunidades para invertir con elevada rentabilidad social ofrecerían rendimientos privados muy bajos. En esas condiciones los flujos entrantes de capital fácilmente terminarían por sustentar un incremento del consumo y no de la inversión, o bien una apreciación cambiaria dañina para el sector exportador que reduciría aún más el abanico de opciones atractivas de inversión, lo que por cualquiera de las dos vías no contribuiría al crecimiento en el largo plazo sino que de hecho podría minarlo. Parecido es el argumento de Stiglitz *et al.* (2006, pp. 181–182), según el cual incluso aunque el flujo entrante se destinara a inversión productiva, es muy dudoso que se promoviera el crecimiento de largo plazo, pues difícilmente la financiación nutriría sectores intensivos en tecnología, que son los que indiscutiblemente promueven el crecimiento a largo plazo pero que ofrecen rendimientos escasos en el corto plazo.

3.5.3.3. Eficiencia en la asignación intertemporal de recursos

El tercer argumento que se discute es que la liberalización proporcione una óptima asignación intertemporal de los recursos. Un primer cuestionamiento sugiere que los flujos en realidad favorecerían la inestabilidad financiera y las crisis, un hecho respecto al que no hay unanimidad completa en la literatura empírica pero que es constatado por la mayoría de los trabajos de revisión de literatura (Jeanne et al., 2012; Kose et al., 2006; Milne, 2014, p. 22,28,32), así como por todos los trabajos empíricos consultados con una amplia perspectiva histórica (Eichengreen, 2007, p. 9; Kindleberger, 2011, p. 372,373,494; Kindleberger y Aliber, 2012, chap. 2,14; Reinhart y Rogoff, 2009, p. 79,94,158,205,217,271).

Para Stiglitz y Greenwald (2014, p. 406,415) es la asimetría en la información la que explicaría esta capacidad de desestabilización. Ante cualquier noticia intranquilizadora es fácil que los inversores no residentes, conscientes de su escaso conocimiento del país en el que invierten, traten de abandonarlo lo antes posible, lo que no hace sino incentivar a los residentes a hacer lo mismo para no verse atrapados cuando la profecía de la salida masiva de capitales finalmente se autocumpla. También Ocampo (2015, pp. 9–14) señala las distorsiones del sistema financiero como origen del potencial desestabilizador de los flujos, reflejo en último término de la incertidumbre inextinguible bajo la que se toman las decisiones de inversión. Dichas distorsiones explicarían por ejemplo que los flujos sean tan inestables, alternando fases alcistas de exuberancia irracional y apetito por el riesgo con periodos bajistas de pesimismo irrefrenable.

Dos fenómenos concretos muy relevantes para los países emergentes porque contribuyen fuertemente al carácter desestabilizador de los flujos de capital tendrían su origen en distorsiones específicas que presentan los mercados internacionales de capital. El primero es el contagio (Ocampo, 2002, pp. 1–2), fruto principalmente de imperfecciones en la información, que expone a cualquier país en desarrollo a experimentar huidas masiva de capitales cuando otro país con el que comparte alguna característica genérica sufre un problema. El segundo fenómeno es el “pecado original” (Eichengreen et al., 2002), causado por los costes de transacción y las externalidades de red, a consecuencia del cual muchos países emergentes deben endeudarse en divisas distintas a la suya si quieren financiarse en los mercados internacionales, lo que provoca descuadres cambiarios y el consiguiente riesgo de cambio, problemas bien conocidos por los inversores y que les induce a actuar con extrema cautela, conformando patrones de inversión procíclicos y de gran variabilidad.

La capacidad de los fenómenos anteriores para incrementar la inestabilidad financiera y la probabilidad de sufrir crisis se agudizaría como consecuencia de algunos rasgos institucionales de los países emergentes, como son la estrechez de sus mercados, el sesgo hacia la financiación de corto plazo o la importancia de los mercados no organizados de derivados muy opacos a los reguladores (Paula y Prates, 2013a, pp. 6,25–26).

Un segundo cuestionamiento al argumento de la eficiencia intertemporal sugiere que los flujos también resultarían desestabilizadores macroeconómicamente en el medio plazo, pues las sucesivas fases -de meses o incluso años- de auge y retirada inversora no harían sino agudizar el ciclo económico, incrementar la variabilidad de las magnitudes macroeconómicas y reducir el margen de maniobra para las políticas domésticas (Ocampo, 2015, pp. 9–14; Stiglitz et al., 2006, pp. 172–173). La mayor variabilidad macroeconómica inducida por los flujos de inversión en presencia de distorsiones es modelizada por Stiglitz (2004, pp. 66–70), mientras en el campo empírico algunos autores sostienen que como mínimo es muy difícil sustentar que la inversión internacional contribuya a atenuar esta variabilidad (Kose et al., 2006; Prasad et al., 2003), mientras otros constatan que los flujos, fruto de su prociclicidad, de hecho parecen tender a incrementarla (Mohan, 2012a, p. 24, 2012b; Rey, 2014, p. 311; Stiglitz et al., 2006, pp. 172–173).

Por último, cabe también cuestionar que la liberalización permita una mejor diversificación de los riesgos entre los agentes, pues como sostienen Stiglitz *et al.* (2006, p. 169) dicho beneficio teórico está al alcance en la práctica de solo una minoría, normalmente la más rica, que puede acceder a los mercados financieros con suficiente capital como para invertirlo internacionalmente.³⁶

3.5.3.4. Efecto disciplinador sobre los Gobiernos

El cuarto y último argumento en favor de la liberalización que se cuestiona es que los flujos de capital ejerzan un papel positivo disciplinando la acción de los Gobiernos. Dado que este argumento es principalmente político, también lo es la principal línea de argumentación para cuestionarlo, según la cual dicho efecto disciplinador, en caso de existir, sería claramente negativo. Para numerosos autores, preservar cierto margen de maniobra para los Gobiernos sería un objetivo en principio deseable, y por ello no sería recomendable en términos genéricos y bajo cualquier circunstancia la

³⁶ Además, esta diversificación no necesariamente sería beneficiosa para el país en caso de producirse. Por ejemplo, durante los noventa habría sido la diversificación de riesgos llevada a cabo por los agentes doméstico chilenos, en forma de especulación contra la propia divisa, la que habría contribuido a la inestabilidad financiera del país (Stiglitz et al., 2006, p. 169).

liberalización de la cuenta financiera, que indiscutiblemente contribuye a reducir dicho margen (Grabel, 2003; Montiel, 2013, pp. 21–25; Ocampo, 2015; Rey, 2014, p. 311; Rodrik, 2008a, pp. 14–15; Stiglitz et al., 2006, pp. 172–174, 207–212).

Hay también críticas de tipo más concreto al argumento del efecto disciplinador. Como señalan Stiglitz *et al.* (2006, p. 169), las importantes distorsiones que afectan a los mercados internacionales de capitales, en especial la asimetría en la información, provocarían que los flujos de capital hacia los países en desarrollo tendieran a volcarse en el corto plazo. Pero al mismo tiempo las “buenas políticas”, sea cual sea el enfoque político bajo el cual se definan, requerirían inevitablemente una mirada de largo plazo. Por lo tanto, habría una incompatibilidad evidente entre el objetivo de contentar con la política macroeconómica a los inversores internacionales inherentemente cortoplacistas -que es lo que se supone positivo bajo el argumento del efecto disciplinador de la inversión- y el de promover una estabilidad macroeconómica guiada por objetivos de medio o largo plazo.

Por último, y de nuevo como consecuencia de las distorsiones que aquejan al sistema financiero, ni siquiera las políticas validadas por los inversores en un momento dado serían garantía de estabilidad en los países en desarrollo, pues dicha validación podría modificarse súbitamente, por ejemplo por problemas de información incompleta y comportamiento de rebaño, y extender sus efectos a cualquier otro país por el fenómeno del contagio.

3.5.4. *Discusión respecto a los argumentos empíricos favorables a la liberalización*

Durante la década de los dos mil es también abundante la literatura que rebate los argumentos empíricos favorables a la liberalización de los flujos de capital, según los cuales la regulación de estas transacciones sería inevitablemente ineficaz y posiblemente demasiado costosa e incluso dañina. En este ámbito, como en los dos que se han discutido anteriormente, parece que las posiciones favorables a la regulación también se habrían visto reforzadas en comparación con décadas anteriores.

Contra el argumento de la ineficacia existe abundante evidencia empírica. Los análisis de caso, aunque raramente unánimes, sugerirían claros indicios de que la regulación de flujos de capital habría sido eficaz al menos parcialmente en las experiencias de Chile durante los noventa (De Gregorio et al., 2000; Ocampo y Palma, 2008; Reinhart y Smith, 1998; Stiglitz et al., 2006), Malasia después de 1998 (Goh, 2005; Magud y Reinhart, 2006), así como, ya en los dos mil, Brasil (Baumann y Gallagher, 2012; Forbes et al., 2011; International Monetary Fund, 2013a, 2012d; Pereira da Silva y

Harris, 2012), Tailandia (Abhakorn y Tantisantiwong, 2012; Baba y Kokenyne, 2012; Coelho y Gallagher, 2010; Jittrapanun y Prasartset, 2009) e Islandia (Aguirre y Alonso, 2013; Central Bank of Iceland, 2010a; European Commission, 2012; International Monetary Fund, 2012c). Por último, parecerían también ser relativamente exitosas experiencias de regulación con carácter más permanente como los casos de China (Ma y McCauley, 2008; Otani et al., 2011) e India (Hutchison et al., 2010; Mohan y Kapur, 2009; Sen Gupta, 2010; Shah y Patnaik, 2007). Los indicios de eficacia son si cabe más claros, aunque tampoco unánimes, en los análisis de sección cruzada (Ahmed y Zlate, 2013; Erten y Ocampo, 2013; Forbes et al., 2015; International Monetary Fund, 2012a; Ostry et al., 2012a, 2011) y las revisiones de literatura (Habermeier et al., 2011; Magud y Reinhart, 2006; Ostry et al., 2012b, 2010).

Estos resultados serían lógicos ya que, como razonan Stiglitz *et al.* (2006, pp. 198–200), un cierto grado de evasión podría perfectamente existir sin que ello comprometiera seriamente la eficacia de la regulación ni cuestionase su utilidad. Además, como señala Korinek (2010a, p. 28), e independientemente del grado de evasión que pueda haber, cualquier regulación pública como por ejemplo el derecho penal dará pie a intentos de infringirla por parte de determinadas personas, y no parecería nada razonable que la respuesta a este fenómeno fuera eliminar la norma para evitar que fuera evadida, sino más bien reforzar el marco legal y los recursos dedicados a asegurar su cumplimiento.

En cuanto a los costes y daños que la regulación podría comportar, Epstein *et al.* (2004, pp. 26–30) razonan que se trataría de cuestiones probablemente sobredimensionadas por la literatura, pues la escasa evidencia empírica al respecto raramente iría más allá de ofrecer información anecdótica que no justifica pensar que se trata de fenómenos generalmente relevantes.

Como respuesta al argumento de que la regulación impondría un coste porque segmenta los mercados y agudiza su estrechez, para Ocampo (2015, p. 19) es evidente que dicha segmentación existe, pero sería previa a la regulación e inevitable, porque nunca el acceso a los distintos tipos de activos es independiente de cuestiones como la residencia o la divisa. La regulación simplemente trataría de agudizar la segmentación preexistente mitigando así los efectos nocivos que genera. En cuanto a que la regulación incremente el coste del crédito dentro de la economía o dificulte el desarrollo del sistema financiero, no parecería acertado considerar necesariamente estos hechos como costes o efectos indeseados, ya que en cierta forma podrían constituir parte de los objetivos que se persiguen (Jeanne, 2011; Korinek, 2010a, p. 28; Stiglitz et al., 2006, pp. 198–200, 212–215). Encarecer el crédito externo puede formar

parte de la estrategia para atenuar un auge de demanda que se antoja excesivo para las autoridades, mientras que atemperar la proliferación de determinadas innovaciones financieras mientras no existan la regulación o las capacidades adecuadas para supervisar su implantación puede igualmente ser un elemento de una política prudente de gestión del sistema financiero.

Quizá las cuestiones de corrupción y captura institucional por parte de los grupos con interés en mantener la regulación atraen la mayor atención en cuanto a los daños potenciales que podría ocasionar la regulación. Para Stiglitz *et al.* (2006, pp. 212–215) parece imposible valorar su alcance real, pero quizá no sería esto lo relevante sino más bien la eficacia de la regulación aplicada, pues una eficacia elevada sugeriría una corrupción limitada y, en cualquier caso, probablemente intrascendente. Palley (2009, p. 32) va más allá y cuestiona el sentido de la propia crítica, cuando afirma que el esfuerzo para evitar estos fenómenos indeseados habría de volcarse en los mecanismos de transparencia y rendición de cuentas de las instituciones, y no en el debate sobre la pertinencia de la propia política de regulación de la inversión, pues de ser así debiera actuarse de igual forma con cualquier otra política pública, donde también podrían darse los mencionados problemas, algo que no parece razonable, como también apunta Rodrik (2015a).

En definitiva, no parece que el debate debiera tratar de resolver el falso dilema de si la regulación es eficaz o si, por el contrario, produce efectos colaterales indeseados, ya que puede asumirse que en general habrá ciertas dosis de ambas cosas (Rodrik, 2012a, pp. 135–136). Lo que puede decirse es que la regulación pública habría demostrado en muy distintos ámbitos y contextos su capacidad de producir más beneficios que perjuicios, con lo que no habría por qué prejuzgar que la regulación de flujos de capital deba ser necesariamente distinta en este sentido. Suponer lo contrario convertiría además en inexplicable la prosperidad de las economías actualmente más ricas, que en su mayoría son también las que aplican regulaciones más amplias, profundas y complejas.

3.5.5. Nuevas aportaciones teóricas favorables a la regulación

La única vía utilizada durante los dos mil para argumentar en favor de la regulación de flujos de capital que no supone la continuación y profundización de líneas de trabajo ya iniciadas en los noventa es la “nueva economía del bienestar de los controles de capitales”. Este enfoque teórico no trataría de minar la credibilidad de la prescripción neoclásica en favor de la liberalización criticando la validez de sus hipótesis generales

o los argumentos específicos en que se concreta, sino que pretendería más bien tomar ese mismo marco de análisis, en el caso de la competencia imperfecta, para derivar de él una recomendación explícita en favor de la regulación de los flujos de capital como la medida idónea para maximizar el bienestar de la sociedad (Aizenman, 2010; Bianchi y Mendoza, 2010; Davis y Presno, 2014; Gallagher, 2015, chap. 3, 2014, p. 9; Grabel, 2013, pp. 20–23; Jeanne et al., 2012; Jeanne y Korinek, 2010; Korinek, 2011, 2010a, 2010b; Yepez Albornoz, 2012, chap. 2).

Las numerosas aportaciones que se inscriben en esta línea, en términos genéricos, partirían de la consideración de distorsiones, por ejemplo externalidades, en presencia de las cuales los flujos de capital facilitarían la excesiva acumulación de riesgos durante los auges de inversión entrante, que por un mecanismo de amplificación podrían desencadenar el estallido de una crisis. La regulación, por un argumento de segundo óptimo, se concibe como la medida correctora que permitiría que la sociedad disfrutara del nivel óptimo de un bien público como es la estabilidad financiera.

3.6. El debate de políticas respecto a la regulación de flujos de capital en los dos mil

3.6.1. La oposición a la regulación

La oposición frontal a la regulación de flujos de capital sería relativamente minoritaria en la década de los dos mil, siendo uno de sus exponentes Henry (2007), quien se basa en los beneficios de los flujos de capital sobre el crecimiento que predice la teoría neoclásica para abogar decididamente por la apertura de la cuenta financiera.

Más habitual sería reconocer la existencia de distorsiones, particularmente en los mercados financieros, pero no aceptar el argumento de segundo óptimo como justificación de la regulación por estimar que lo que puede y debe hacerse es atajar la distorsión de fondo en lugar de añadir una nueva. Según este planteamiento, los flujos de capital serían simplemente el fenómeno que pone de manifiesto desequilibrios profundos en las economías -relacionados por ejemplo con rigidez del tipo de cambio, políticas fiscal o monetaria inadecuadas o regulación prudencial deficiente- convirtiéndolos en insostenibles, de forma que regular la inversión es atajar simplemente el síntoma y no la causa del problema (Caballero, 2012; Fraga, 2012), un argumento claramente relacionado con el efecto teóricamente disciplinador de los flujos y el supuesto papel de la regulación para diferir ajustes necesarios, lo que en los noventa se denominaba “comprar tiempo”.

Otras posturas se oponen a la regulación como resultado de un análisis de costes y beneficios. Dado que la regulación impondría intensos costes microeconómicos que se consideran constatados y relevantes -por ejemplo, corrupción o encarecimiento de la financiación para las empresas-, y considerando además que impide acceder a los beneficios de la liberalización y que ofrece rendimientos muy dudosos en términos de mayor estabilidad financiera, es muy cuestionable que esta política merezca la pena (Benigno et al., 2010; Forbes, 2011; Montiel, 2013). Como señalan Stiglitz *et al.* (2006, p. 169), la recomendación que suele derivarse de este tipo de razonamientos es regular lo menos posible, confiando en que a partir de políticas macroeconómicas sólidas y buena regulación prudencial el mercado de capitales produzca un mejor resultado que el que lograrían las autoridades con su difícilmente justificable y potencialmente dañina intervención sobre la inversión.

3.6.2. La regulación como último recurso

A principios de los dos mil sigue vigente la posición mayoritaria en los noventa según la cual la regulación de flujos de capital puede ser útil, a lo sumo, como medida temporal de último recurso para secuenciar de forma segura la liberalización de la cuenta financiera de un país en desarrollo (Eichengreen, 2007, pp. 14–16; Milne, 2014, pp. 51–54; Obstfeld y Taylor, 2004, p. 285; Prasad et al., 2007, p. 33), siempre en la medida en que dicho país presente disfunciones en cuanto a las políticas idóneas para hacer frente con garantías a los retos que plantea la inversión extranjera, que de nuevo son las políticas macroeconómicas adecuadas, tanto fiscales como monetarias, el desarrollo y la profundidad de los mercados financieros y, por último, la regulación y supervisión financieras (Eichengreen, 2007, pp. 14–16, 2003, p. 282,284).

Ahora bien, esta posición ya no tiene al IMF como uno de sus principales exponentes. Tras las numerosas crisis de los noventa y el frustrado intento de reforma legal para asumir explícitamente la liberalización de la cuenta financiera como una de sus principales misiones, esta institución comienza a matizar su posición respecto a la inversión y su regulación. Se mantiene la defensa de la liberalización en términos generales pero compatibilizándola con el apoyo a las fuertes regulaciones a la salida de capitales que aplican Argentina en 2002 o Islandia en 2008 (International Monetary Fund, 2010b, p. 20). Esta cierta indefinición política, que se antoja más preocupante tras la crisis de 2008 cuando cada vez más países recurren a la regulación de la inversión tanto preventiva como reactivamente, parece motivar un interés en el IMF por redefinir su propia posición en la materia, tarea que se llevará a cabo de forma concienzuda nutriéndose de un importante esfuerzo empírico previo destinado a

mejorar el conocimiento existente sobre los flujos de capital y su regulación.³⁷

La nueva posición del IMF va esbozándose de forma paulatina (Eyzaguirre et al., 2011; International Monetary Fund, 2012e, 2011f, 2011g), hasta cristalizar en el documento *The liberalization and management of capital flows: an institutional view* (International Monetary Fund, 2012b), según el cual las “medidas de gestión de los flujos de capital” se consideran legítimas y apropiadas para afrontar los riesgos que pueden entrañar estas transacciones bajo ciertas condiciones: ganar tiempo mientras se averigua cuál es la política macroeconómica más adecuada en contextos cambiantes, hacer frente a los efectos de los flujos inversores intensos cuando hay escaso margen para utilizar otras políticas monetarias o fiscales o éstas ya se están aplicando sin que se noten aún sus efectos y, por último, afrontar amenazas para la estabilidad financiera cuando ya no se puede hacer más al respecto profundizando los mercados financieros o mejorando su regulación (International Monetary Fund, 2012b, pp. 16–20).

La actuación del IMF en materia de regulación de flujos de capital se sustenta desde 2012 en una combinación de tres elementos (International Monetary Fund, 2013b, 2012b, pp. 29–32): el marco normativo fundamental (*Articles of Agreement*), las directrices para la vigilancia y supervisión de políticas de los países y, por último, la nueva visión institucional en la materia. De aquí se derivan tres ámbitos concretos de actuación: análisis y recomendaciones a los países sobre su política de regulación de flujos de capital en la medida en que ésta sea relevante para la estabilidad del país en cuestión, la de otros países o la del sistema monetario internacional en su conjunto; asesoramiento político y asistencia técnica en materia de regulación de flujos, siempre a petición de los países; por último, promoción en el ámbito internacional de una mayor consistencia en el conjunto de marcos multilaterales, regionales y bilaterales que afectan de alguna forma a los flujos de capital y su regulación.³⁸

Las recomendaciones del IMF en materia de regulación de la inversión internacional son siempre de carácter no vinculante (International Monetary Fund, 2013b, p. 9,

37 El IMF investiga directamente o como mínimo difunde trabajos centrados en ámbitos muy diversos, como el fenómeno de los flujos de capital en términos globales (Ghosh et al., 2012; International Monetary Fund, 2011a), la medición del grado de apertura de los países a la inversión internacional (Quinn et al., 2011; Schindler, 2009), los desafíos que comporta la inversión para las economías receptoras (Cardarelli et al., 2010; International Monetary Fund, 2012a; Sedik and Sun, 2012), qué tipo de instrumentos están disponibles para afrontar estos desafíos (Chowdhury and Keller, 2012; Ostry et al., 2012a, 2011; Pradhan et al., 2011; Terrier et al., 2011), distintos enfoques teóricos sobre la regulación de flujos de capital (Korinek, 2011), el papel que cabe atribuir a las medidas de regulación de flujos de capital (Ostry et al., 2010) y, por último, la eficacia de estas políticas en experiencias recientes (Baba and Kokenyne, 2012; Binici et al., 2009; Clements and Kamil, 2009; Habermeier et al., 2011; International Monetary Fund, 2011c; Qureshi et al., 2011), así como sus efectos derivados sobre otros países o sobre el sistema financiero internacional (International Monetary Fund, 2011d; Ostry et al., 2012b).

38 La estabilidad en las cuentas exteriores de los países, o “estabilidad externa”, se entiende como aquella posición de balanza de pagos que no genera –y no es probable que lo haga– cambios o movimientos abruptos en el tipo de cambio (International Monetary Fund, 2010b, p. 19).

2012b, p. 32), lo que implica que no puede requerirse la retirada de ninguna política de regulación de flujos de capital como condición para acceder a la financiación que ofrece la institución a los países miembros, ni siquiera en el caso de que dicha política sea inconsistente con la Visión Institucional del IMF en la materia.

Respecto a la posición que mantenía en los noventa, la visión del IMF desde 2012 presentaría un claro elemento de continuidad como es considerar a la regulación de flujos de capital una medida de último recurso, antes de cuya utilización deben agotarse siempre las “líneas de defensa” habituales relacionadas con determinadas políticas macroeconómicas así como el desarrollo y regulación del sistema financiero.³⁹

Ahora bien, son también indudables las novedades que la nueva visión introduce. Por ejemplo, la regulación sigue considerándose funcional para la liberalización (International Monetary Fund, 2012e, p. 5,19), pero ya no es ésta su principal virtud ni mucho menos lo que le otorga legitimidad. Relacionado con lo anterior, ya no se utiliza el argumento contrario a la regulación basado en que sirve para “comprar tiempo”. Su heredero, el razonamiento de que la regulación de inversión no debe sustituir a las líneas de defensa prioritarias, es mucho menos taxativo. Esto es coherente con el cambio de estatus que experimenta el objetivo de la liberalización total de la cuenta financiera, cuya consecución se consideraba en los noventa no solo imprescindible sino también inexorable, y que desde 2012 se interpreta como algo en principio positivo pero que no es necesariamente un “*objetivo adecuado para todos los países en todo momento*” (International Monetary Fund, 2012b, p. 1).⁴⁰

La renovada posición del IMF encuentra amplio apoyo tanto en la comunidad

39 Por ejemplo, solamente deberían regularse los flujos entrantes ante presiones inflacionistas si no hay más margen para utilizar las políticas fiscal y monetaria desincentivando la afluencia inversora sin agravar el sobrecalentamiento, y si además el tipo de cambio está ya sobreapreciado -con lo que dejar que se aprecie adicionalmente no es recomendable- y las reservas de divisas acumuladas son más que suficientes -con lo que incrementar su acumulación para evitar la apreciación cambiaria tampoco es adecuado (International Monetary Fund, 2012b, pp. 17–19).

40 Al menos tres factores podrían ayudar a comprender el relativo viraje en la posición del IMF. En primer lugar, el IMF se habría adaptado de forma pragmática a un contexto en el que estaba perdiendo objetivamente capacidad de influencia sobre los países en desarrollo, muchos de los cuales se liberan durante los dos mil de los compromisos adquiridos a cambio de financiación obtenida en el pasado (Gabel, 2013, p. 1). En este contexto, una postura más permisiva respecto a la regulación le permite tener como mínimo cierta voz en el debate respecto a una política que incluso sin su beneplácito adquiere una entidad creciente desde principios de la década de los dos mil. En segundo lugar, Olivier Blanchard habría imprimido a la actividad investigadora de la institución a partir de 2008 una nueva orientación, mucho más pragmática, en la que habría asumido un gran papel Jonathan D. Ostry, tomando como insumos investigaciones muy relevantes que a principios de la década de los dos mil habían llevado a cabo destacados economistas como Rogoff, Reinhart, Kose, Prasad o Magud, quienes ya matizaban los beneficios teóricos de la liberalización de flujos de capital que antes se consideraban incuestionables (Gallagher, 2015, chap. 6, 2011b, pp. 3–12). En tercer lugar, los países emergentes habrían tenido cierta capacidad de influir en foros como el G-24, cuyo claro pronunciamiento reclamando un mayor espacio para que los países pudieran regular los flujos de capital (Group of Twenty-Four (G-24), 2011) habría contribuido a que el IMF fuera también sensible a esta posición (Gallagher, 2015, chap. 6, 2011b, pp. 3–12).

académica (De Gregorio, 2014, p. 285; Doojav et al., 2012, pp. 31–35; Montiel, 2013, pp. 28–53), como en el ámbito institucional multilateral (Financial Stability Board, International Monetary Fund, y Bank for International Settlements, 2011, p. 13). Sin embargo, son también abundantes las posiciones que, aun reconociendo indudables avances en esta nueva postura (Gallagher, 2015, chap. 6, 2012d; Grabel y Gallagher, 2015, p. 1; Krugman, 2012; Reinhart, 2013), señalan numerosas carencias (Gallagher, 2012d; Gallagher et al., 2012, p. 6, 2011), que pueden agruparse en cuatro grandes ámbitos.

En primer lugar, se echarían en falta recomendaciones dirigidas hacia los países más ricos, pues es evidente, y así lo reconoce el propio IMF, que sus políticas determinan en gran medida cómo son los flujos hacia el mundo en desarrollo, particularmente por lo que se refiere a su variabilidad en el medio plazo, un rasgo del que los receptores buscan protegerse. En segundo lugar, sería muy discutible que la regulación de flujos de capital debiera relegarse al último lugar de la caja de herramientas de política económica (Jeanne, 2011; Subramanian, 2012). Para Rodrik (2015a), esta actitud se debería al fetichismo aún presente en el IMF respecto a la globalización financiera, en virtud del cual se negaría que el mundo es inevitablemente “de segundo óptimo”, insistiendo en que siempre es posible eliminar las distorsiones existentes sin recurrir a introducir otras nuevas (Rodrik, 2012b).

En tercer lugar, las sucesivas “líneas de defensa” que deben usarse antes de recurrir a la regulación de inversión cuando ésta contribuye a agudizar desequilibrios en la demanda podrían ser escasamente útiles para países emergentes y en desarrollo, cuando no contraproducentes (2012; D. Gabor, 2012, p. 718; Gallagher, 2015, chap. 6; Nogueira Batista, Jr, 2012; Ocampo, 2015, p. 14, 2012a, p. 14, 2011a, p. 16, 2002, pp. 1–4). Si una fuerte entrada de capitales contribuyera a sobrecalentar la economía, permitir que se aprecie el tipo de cambio -aunque pueda no estar sobreapreciado respecto a su supuesto nivel de equilibrio, sea cual sea éste- podría acelerar el sobrecalentamiento al abaratar las importaciones, además de suponer quizá costes para la industria exportadora por pérdida de competitividad. Recurrir a la política monetaria parecería aún menos útil, pues endurecerla podría atraer más flujos, mientras que flexibilizarla podría estimular el crédito doméstico, contribuyendo por ambas vías a agudizar el sobrecalentamiento, dificultades que son análogas a las que aparecerían con la política fiscal, siendo ésta además mucho más lenta en producir efectos. Por último, acumular reservas para evitar las disyuntivas anteriores implicaría costes relevantes (Akyüz, 2008, pp. 18–21; Gallagher y Shrestha, 2012; Rodrik, 2006), algo parecido a lo que ocurre si se esteriliza la liquidez introducida, lo que además podría constituir el incentivo perfecto para atraer aún más la inversión entrante de

corto plazo, pues permitiría al inversor combinar rentabilidades atractivas en moneda doméstica con un mínimo riesgo de contraparte al ser el emisor de los títulos la autoridad monetaria.

En cuarto lugar, una crítica similar a la anterior podría dirigirse a las líneas de defensa prioritarias contra la inestabilidad financiera. El desarrollo y profundización de los mercados financieros no sería una alternativa satisfactoria, pues se proyecta hacia el medio y largo plazo cuando los riesgos a los que se expone la economía receptora en función del perfil de inversión recibida actúan de inmediato. Por otra parte, no podría decirse que dicha profundización proteja necesariamente de la inestabilidad financiera, algo perfectamente ilustrado por el caso de Estados Unidos, cuyos profundos mercados no habrían evitado que antes de 2008 la inversión entrante contribuyera a cebar la burbuja inmobiliaria y financiera (Bernanke et al., 2011). Adicionalmente, sería también muy cuestionable la utilidad de la regulación prudencial tradicional como primera línea de defensa en materia de inestabilidad financiera, pues únicamente permitiría atajar los riesgos acumulados por las entidades financieras domésticas e, indirectamente, por las empresas a las que financian (Stiglitz et al., 2006, pp. 216–218), siendo la regulación de flujos de capital la única herramienta que podría incidir sobre los riesgos de las empresas no financieras que obtienen financiación del exterior sin intermediación de los bancos domésticos (Jeanne, 2011; 2015, p. 17, 2011a, p. 17; Rey, 2014; Subbarao, 2014).

La quinta y última crítica que cabría hacer es que el IMF se centra en delimitar cuándo es legítima la regulación de flujos de capital, pero no ofrece ninguna recomendación sobre cómo diseñarla y aplicarla con eficacia, cuestiones que serían de potencial interés para muchos países.

3.6.3. La regulación como una medida más de política económica

Las posiciones que defienden la pertinencia y utilidad de la regulación de flujos de capital como una medida más de política económica y no como mero último recurso, prácticamente inexistentes durante los noventa, cobran mucho vigor en la década de los dos mil, especialmente a partir de la crisis que estalla en 2008. Pueden encuadrarse en tres grandes grupos en función de la utilidad que se le atribuye a esta política: incrementar el margen de maniobra de las economías, mitigar la inestabilidad financiera o, por último, compatibilizar la democracia a escala nacional con la interdependencia económica de los países.

El primer grupo de aportaciones defiende recurrir a la regulación de flujos de capital porque permitiría incrementar el margen de maniobra del que disponen las autoridades para llevar a cabo su política económica (Akyüz, 2008, p. 14; Farhi y Werning, 2013; Fritz et al., 2014, pp. 12–14; Gallagher, 2012a, pp. 6–8; Gallagher et al., 2014a, 2014b, pp. 6–8, 2012, p. 3, 2011; 2006, 2003, p. 320; Montiel, 2013, pp. 21–25; Ocampo, 2015, pp. 14–15, 2014, p. 24, 2012a, 2012b, 2011a, pp. 15–16, 2011b, 2002, pp. 1–4; Paula y Prates, 2013a, pp. 25–26; Reinhart, 2013; Rey, 2014, p. 311; Rodrik, 2008a; Stiglitz et al., 2006, pp. 172–174, 207–212). Un claro exponente de este punto de vista sería José Antonio Ocampo, para quien la existencia de información asimétrica en los mercados financieros provocaría que los flujos de capital hacia países emergentes fueran inherentemente procíclicos, alternando fases de euforia y depresión entre las que se transitaría habitualmente de manera brusca como consecuencia del fenómeno del contagio.

Fruto de esta situación, los países receptores de la inversión verían severamente restringido su margen de maniobra para aplicar políticas contracíclicas, porque los objetivos de estabilización de la demanda y mitigación de riesgos para la estabilidad financiera podrían volverse incompatibles. En la fase alcista, la contracción monetaria para atenuar la demanda atraería más capitales, reforzando una apreciación cambiaria que podría generar déficit corrientes insostenibles, daños para la competitividad del sector exportador y posiblemente la acumulación de riesgos adicionales en los balances. En la fase bajista, la contracción monetaria para evitar la huida masiva de capitales reforzaría el contexto recesivo, mientras que la flexibilización para impulsar la economía podría provocar salida de capitales, depreciación cambiaria, inflación y problemas en los balances con pasivos en divisas.

En definitiva, el conjunto de políticas macroeconómicas contracíclicas debería incluir necesariamente como una de sus herramientas la regulación de los flujos de capital, pues éstos constituyen una fuente muy relevante de prociclicidad. Sería particularmente importante aplicar estas políticas de forma preventiva durante las fases de auge inversor, lo que permitiría evitar apreciaciones cambiarias sostenidas que podrían dar pie a futuros colapsos de la moneda durante la siguiente fase bajista.

Otros autores recomiendan también la regulación para incrementar el margen de maniobra de los Gobiernos en ámbitos específicos. Por ejemplo, en cuanto a la política industrial, se señala a la regulación de flujos de capital como una herramienta imprescindible para que la inversión entrante contribuya al crecimiento y el desarrollo de la economía receptora modulando su perfil y canalizándola en función del contexto particular (Kregel, 2014), así como para mantener un tipo de cambio estable y

competitivo que promueva la competitividad del sector exportador de la economía (Frenkel, 2012, 2011; Nayyar, 2000; Rapetti et al., 2012; Rodrik, 2008b; Stiglitz y Greenwald, 2014, pp. 417–420). En cuanto a la política fiscal, se señala también la utilidad de la regulación para aliviar las disyuntivas que deben afrontar habitualmente los Gobiernos como consecuencia de la libertad de circulación de capitales, ya que para evitar la salida del capital del país podría ser necesario disminuir la carga fiscal que se le aplica, lo que obligaría a elegir entre recortar los servicios públicos o incrementar la carga fiscal relativa sobre el trabajo y el consumo (Obstfeld y Taylor, 2004, pp. 10–11; Rodrik, 2012a, pp. 211–213; Stiglitz et al., 2006, pp. 182–184).

Reivindicar el margen de maniobra para las políticas de los países supone evidentemente negar que los flujos de capital tengan un papel necesariamente positivo disciplinando a los Gobiernos. Para Ocampo (2015, p. 14), es evidente que dicho efecto disciplinador es claramente negativo, pues la inestabilidad de los flujos de capital distorsionaría de forma generalizada los incentivos de todos los agentes, tanto privados como públicos, induciendo en ellos un comportamiento procíclico que en modo alguno podría considerarse “disciplinado” en el sentido positivo del término, pues sería completamente inadecuado para una gestión macroeconómica sensata, algo que refrenda también Stiglitz (2004, p. 62). Además, habría un cuestionamiento aún más fundamental del argumento del “efecto disciplinador” en favor de la liberalización y es que implica una total desconfianza hacia la democracia suponer que la mejor guía para la acción de un Gobierno es el diagnóstico de los inversores y no el examen democrático ante la ciudadanía que suponen las elecciones (Stiglitz, 2004, p. 62; Stiglitz et al., 2006, p. 169,187).

Un segundo grupo de aportaciones defiende la utilidad de la regulación de flujos de capital por motivos de estabilidad financiera (Ocampo, 2015, p. 15, 2002, p. 4; Shin, 2012; Stiglitz et al., 2006, pp. 182–184,207–212). En ausencia de regulación, las distorsiones del sistema financiero, imposibles de corregir en el corto plazo y especialmente importantes en los emergentes por la estrechez de sus mercados y su sesgo hacia activos de corto plazo, provocarían que los flujos de inversión entrante tuvieran un perfil excesivamente cortoplacista, lo que junto a la importante presencia de financiación en divisas generaría riesgos enormes de cambio y liquidez. La regulación de flujos de capital podría ser muy útil para limitar esos riesgos segmentando los mercados de forma que la parte interna quedara al menos parcialmente aislada del mercado internacional, y por lo tanto algo menos expuesta a la desestabilización financiera.

Son numerosos los trabajos que en lugar de partir de la existencia de distorsiones

asumen las aportaciones de Minsky (1992, 1986, pp. 2–9, 1977) sobre la fragilidad financiera endógena de las economías -causada por la incertidumbre radical en la que los agentes toman decisiones-, que podría verse amplificada por la entrada de inversión, lo que justificaría igualmente la aplicación de una regulación de flujos de capital de tipo preventivo (Akyüz, 2008, pp. 18–21; Gallagher, 2014, p. 9; Grabel, 2003; Kregel, 2014; Melo, 2012), siendo ésta la principal línea de argumentación que suelen utilizar los economistas post-keynesianos (Lavoie, 2014, p. 506).

Por último, un tercer grupo de trabajos sugiere la utilidad de la regulación de flujos de capital para otorgar consistencia y estabilidad a una estructura mundial basada en estados nacionales democráticos crecientemente interdependientes en lo económico. Este enfoque tendría algunos precedentes claros, como el trilema de Mundell -que plantea la colisión entre la apertura financiera y la autonomía de las políticas monetaria y de tipo de cambio-, o las numerosas aportaciones, tanto desde la economía teórica y empírica como desde las recomendaciones de política, que durante los noventa y los dos mil destacan que el supuesto efecto disciplinador de los flujos de capital constituye en realidad una restricción perniciosa del margen de maniobra de los países que sería necesario atenuar regulando la inversión internacional.

Pero la exposición quizá más clarificadora, desde una visión general, de este tipo de disyuntivas a las que se enfrentan los países como consecuencia de su creciente interdependencia económica aparece en el *Trilema de Rodrik* (Rodrik, 2012a, chap. 9,10). Según plantea este autor, existirían tres objetivos que no pueden lograrse simultáneamente, como son la organización de la sociedad mundial en naciones estado, la hiperglobalización, entendida como un paso más allá de la ya intensa globalización actualmente existente, y la política democrática como base para la organización de las sociedades.

Salvaguardar la estructura basada en naciones estado y avanzar en la dirección de una mayor globalización supondría profundizar una dinámica ya visible y con claros efectos negativos, como es el cada vez menor margen existente para que las sociedades decidan sobre una cuestión que les afecta de forma central como es la inversión internacional, al dirimirse ésta en el ámbito internacional, es decir, fuera por completo del alcance -nacional- de las instituciones democráticas sobre las que la ciudadanía puede influir.

Avanzar igualmente en la globalización pero construyendo una democracia global que la pueda modular parecería en principio una mejor opción, pero probablemente muy poco operativa, pues dadas las enormes diferencias entre las distintas sociedades del

mundo sería muy difícil alcanzar consensos que fueran más allá de la “no-regulación”, algo que en la práctica no sería útil para convivir democráticamente con la hiperglobalización.

A juicio de Rodrik, la única opción realista para salvaguardar un modo democrático y operativo de organizar la sociedad mundial sería aceptar un grado de globalización sustancial pero al mismo garantizando desde las instituciones internacionales que los países dispongan del espacio necesario para regular sus finanzas, y por lo tanto la inversión que entra y sale de la economía, como crean conveniente, rindiendo por ello cuentas ante su ciudadanía.⁴¹

La misma concepción que subyace al trilema de Rodrik se concretaría también en el llamado *trilema financiero* de Schoenmaker (Obstfeld, 2015; Schoenmaker, 2013), según el cual no podrían lograrse simultáneamente el control nacional sobre las políticas financieras (incluyendo la regulación financiera, la financiación del presupuesto o el endeudamiento público), la integración financiera con el mercado global y la estabilidad financiera. Para salvaguardar la estabilidad financiera sería imprescindible garantizar que los marcos de decisión nacionales tuviesen capacidad para incidir en los fenómenos financieros que afectan a las economías, de donde surgiría la recomendación de restringir en cierta medida la integración en los mercados globales de capitales regulando la inversión.

3.6.4. Recomendaciones respecto a qué medidas de regulación son más adecuadas

Como parte del debate de políticas respecto a la regulación de los flujos de capital, es interesante también atender a la discusión sobre el tipo de medidas concretas que son más adecuadas. Para Mohan (2012a, p. 27), las posiciones favorables a la liberalización caerían en ocasiones en una excesiva simplificación de la cuestión, dando a entender que la única alternativa posible a la libertad total de inversión es una restricción total a la misma, cuando en realidad aceptar la utilidad de la regulación es simplemente el inicio de una amplísima y relevante discusión sobre qué tipo de transacciones se van a ver afectadas, en qué medida y con qué herramientas.

Parecería haber un amplio consenso en cuanto a que no puede afirmarse que exista

⁴¹ Para Reinhart (2012), la globalización atenuada por una democracia nacional eficaz que dibuja esperanzadamente Rodrik es de hecho un escenario muy posible, pero en modo alguno halagüeño, pues supondría un retorno a la “represión financiera” que existió tras la Segunda Guerra Mundial. A pesar de sus indudables y elevados costes de tipo microeconómico, esta opción sería factible y probable por su funcionalidad tanto para países desarrollados, que quisieran limitar la salida de capitales para facilitar la financiación de los presupuestos públicos, como para los países en desarrollo, que desearan lógicamente protegerse de los efectos desestabilizadores de la inversión entrante.

un tipo de regulación que sea el más adecuado para cualquier país y en cualquier contexto (Crotty y Epstein, 1996, pp. 134–135; Gallagher et al., 2012, pp. 6–8; Ocampo, 2015, p. 21), algo que también reconoce explícitamente el IMF (2012b, pp. 17–18) cuando afirma que el conjunto óptimo de políticas, entre las cuales puede estar perfectamente la regulación de los flujos de capital, depende fuertemente de cada caso particular.

Más allá de este consenso inicial habría opiniones encontradas. Desde posiciones normalmente cercanas a la del IMF se defendería una jerarquía dentro de las medidas de regulación de la inversión internacional, algunas de las cuales serían preferibles mientras otras debieran utilizarse solo como último recurso. En sentido contrario, quienes plantean que la regulación debe ser una opción más de la política económica, y no una medida de último recurso, tenderían a negar la utilidad de esta jerarquía reclamando que todas las medidas de regulación posibles podrían ser potencialmente útiles y por lo tanto debieran estar disponibles para ser aplicadas cuando las circunstancias lo aconsejaran. La discusión se establece principalmente en torno a tres ejes: la duración de las medidas, su tipología (de cantidades o de precios) y si deben discriminar en función de la residencia de los agentes.

En cuanto a la duración de las medidas, el IMF (2012b, p. 20) establece que la regulación de flujos de capital debe ser de carácter temporal, dado que se entiende como una opción de último recurso. Sin embargo, numerosos autores defienden que la regulación de flujos de capital debería ser una política permanentemente disponible para las autoridades si bien, claro está, adaptable al contexto de forma que su intensidad pudiera ajustarse debidamente en función de la coyuntura (Fritz y Prates, 2013, p. 28; Gallagher et al., 2012, pp. 6–8; Gallagher y Ocampo, 2013; Grabel, 2006, 2003; Mohan, 2012a, p. 27, 2012b; Nayyar, 2000; Ocampo, 2012a, 2011a, p. 19, 2011b, 2005; United Nations Conference on Trade and Development and Global Economic Governance Initiative, 2013).

La evidencia empírica parecería sustentar esta última postura, pues parece que la eficacia de la regulación habría sido mayor cuando los países que la ponían en práctica disponían ya de un aparato administrativo y técnico entrenado en la cuestión, en comparación con aquellas experiencias en que toda la maquinaria de aplicación de la política se estrenaba a la vez que la propia regulación (Spiegel, 2012, pp. 81–82). Esto sería razonable, pues una regulación eficaz parecería requerir por lo menos de un entramado institucional competente, algo que lleva tiempo poner en marcha y que difícilmente se puede improvisar en el momento en el que se debe hacer frente a un contexto complicado (Brondolo, 2011, pp. 45–46; Ocampo, 2015, p. 19), y también de

cierta agilidad en la aplicación, algo imposible si cuando la regulación es necesaria hay que tramitar parlamentariamente el marco normativo que le otorgue cobertura legal (Gallagher, 2015, chap. 9).

El debate respecto a si la regulación de flujos de capital debiera ser permanente o temporal adopta en ocasiones la apariencia de una controversia terminológica o conceptual centrada en si esta política puede considerarse parte de la regulación macroprudencial.⁴² Para el IMF (2012b, p. 21) existiría una separación conceptual clara entre ambas esferas de regulación, ya que se orientarían por objetivos primarios distintos como son la limitación de los flujos de capital y la limitación del riesgo sistémico respectivamente. Esta visión es plenamente compartida por autores como Borio (2011, n. 39) y es también la que se asume esencialmente en el informe de Financial Stability Board *et al.* (2011, p. 13).

Esta distinción tiene consecuencias, ya que el IMF basa en ella una jerarquía de políticas según la cual la regulación macroprudencial debería utilizarse de forma permanente -pues formaría parte de la primera línea de defensa de los Gobiernos para mantener la estabilidad financiera- mientras la regulación de flujos de capital debería ser únicamente una medida complementaria a la anterior, utilizada solo de forma puntual y siempre como último recurso.

Parece que impugnar la jerarquización anterior requiere cuestionar primero la diferenciación conceptual en la que se sustenta, que de hecho no sería muy sólida, pues como reconocen distintos autores, y también el propio IMF, en la práctica sería muy difícil separar con nitidez los ámbitos macroprudencial y de regulación de flujos de capital (Ariyoshi *et al.*, 2000, p. 32; Epstein *et al.*, 2004, p. 3; International Monetary Fund, 2012b). Por ejemplo, ante flujos entrantes de capital que pudieran contribuir a acrecentar el riesgo financiero sistémico, toda medida que los desincentivase sería simultáneamente regulación de la cuenta financiera y regulación macroprudencial o, si se quiere, la regulación macroprudencial tendría en este caso como herramienta a la regulación de flujos de capital. Por otra parte, una política no podría sustituir plenamente a la otra, ya que por ejemplo la regulación prudencial bancaria no sería útil para influir sobre los riesgos de balance de las entidades no financieras que se financian en el exterior, una tarea que solamente se podría acometer mediante

⁴² Aunque no existe una definición única (Clement, 2010; Galati and Moessner, 2012), puede entenderse la regulación macroprudencial como la *“política que utiliza primordialmente herramientas preventivas para limitar el riesgo financiero sistémico”* (Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements, 2011, p. 2). Una definición de riesgo financiero sistémico es *“la interrupción o el trastorno de los servicios financieros a causa de un fallo en la totalidad o en partes del sistema financiero y que conlleva potencialmente consecuencias negativas serias para la economía real”* (International Monetary Fund, Bank of International Settlements, Financial Stability Board, 2009, p. 5).

regulación de flujos de capital.

A partir de consideraciones como la anterior distintos autores plantean que no deben separarse ambas políticas ni siquiera conceptualmente y que tampoco puede suponerse que con tan solo una de ellas, la regulación macroprudencial, es posible incidir en todas las fuentes de riesgo sistémico potencial. Según esta postura, lo razonable sería plantear la necesidad de una regulación macroprudencial en sentido amplio, cuyo objetivo fuera mitigar todos los riesgos que puedan acumularse en cualquier ámbito del sistema financiero, y que estaría conformada, entre otras medidas, por la regulación prudencial “tradicional” sobre los bancos y la regulación de flujos de capital, dos herramientas complementarias que no podrían sustituirse completamente entre sí y que deberían poder utilizarse siempre que fuera necesario de forma adecuada a cada contexto específico (Ocampo, 2015, p. 17, 2012a, p. 16, 2012b, p. 146, 2002, p. 20,29; Paula y Prates, 2013a, pp. 7–8; Prates y Fritz, 2013, pp. 5–8; Rey, 2014).

Respecto al tipo de medidas que resultan más adecuadas, el IMF aboga porque sean de precios y no de cantidades, ya que son menos distorsionantes. Existiría también desde los noventa un apoyo académico a este tipo de medidas, ya que serían asumidas más fácilmente por el mercado como cualquier otro incentivo, serían más transparentes y estarían menos sujetas a una hipotética discrecionalidad de las autoridades (Eichengreen, 2003, chap. 11; Rogoff, 1999, p. 24).

Sin embargo, habría importantes indicios de que las medidas de cantidades son muy eficaces, probablemente más potentes que las de precios, y además ofrecerían resultados drásticos con mayor rapidez, de modo que no parecería en absoluto razonable descartarlas, ni tampoco recurrir a ellas necesariamente como último recurso (Gallagher et al., 2012, pp. 6–8; Ocampo, 2015, p. 19; Ocampo y Palma, 2008, pp. 27–28; Rodrik, 2015a; Stiglitz, 2013; Stiglitz et al., 2006, chap. 12), teniendo en cuenta que además suelen ser más simples en su diseño, lo que puede suponer una ventaja adicional sobre las medidas de precios (Subramanian, 2012). Esto no significa que las restricciones cuantitativas sean en general preferibles a las medidas de precios, sino simplemente que no parece sensato considerarlas genéricamente inferiores.⁴³

43 El hecho de que las medidas cuantitativas, incluyendo su versión más intensa como es la prohibición, despierten tanta oposición cuando se aplican al ámbito de los flujos de capital es llamativo cuando se trata de un tipo de herramienta absolutamente común en muy distintos ámbitos de la regulación económica doméstica, lo que reflejaría el estigma particularmente fuerte que se asocia a toda intervención pública que afecte a la inversión internacional (Ocampo, 2015, p. 19).

Por último, existe también un fuerte debate en cuanto a si las medidas deben discriminar en función de la residencia de los agentes. El IMF (2012b, p. 20) aboga por la opción menos distorsionante, recomendando evitar en todo lo posible las medidas discriminatorias a no ser que sean imprescindibles para la eficacia de la regulación, algo con lo que concordaría Eichengreen (2003, p. 284). Al igual que en los ámbitos discutidos anteriormente, los autores que defienden que la regulación no debiera considerarse simplemente como un último recurso plantean también que la regulación podría y debería ser discriminatoria siempre que fuera necesario (Gallagher et al., 2012, pp. 6–8; Gallagher y Ocampo, 2013; Ocampo, 2015, p. 19, 2012a, p. 18, 2011a, p. 19).

Para estos autores la segmentación de los mercados financieros internacionales sería un hecho, independientemente de la regulación, pues la demanda de activos de cualquier país es lógicamente distinta por parte de inversores locales y extranjeros, mucho más inestable en el caso de estos últimos, como consecuencia directa de las asimetrías en la información de que disponen unos y otros (Stiglitz y Greenwald, 2014, p. 406,415). Por lo tanto, la discriminación en la regulación es lógica y justificada, porque supone simplemente tratar de forma diferenciada dinámicas que suponen problemas distintos para la economía.

3.7. La regulación de flujos de capital desde el punto de vista multilateral

3.7.1. Multiplicidad de marcos normativos

El marco normativo del IMF sigue siendo la referencia legal común a todos los países en materia de regulación de los flujos financieros. Sin embargo, no cabría analizar el espacio legal del que muchos países gozan en la práctica para aplicar esta política, así como la posición que asumen al respecto los países más desarrollados, sin atender a otros tres ámbitos normativos (Gallagher, 2015, chap. 8; 2012a, p. 21, 2012e, p. 8, 2010b, p. 43; Ostry et al., 2011, p. 20; Pasini, 2011).

En primer lugar, habría que considerar los numerosos y variados tratados bilaterales, regionales y multilaterales de inversión o de libre comercio -más de 2500- que suelen delimitar de alguna forma el espacio para que los países regulen los flujos internacionales con el fin de garantizar un trato no discriminatorio a los inversores internacionales. Como primer ejemplo, un marco multilateral como el de la OMC supondría una restricción para el margen de maniobra de los países, pero probablemente no la más relevante, teniendo en cuenta los siguientes factores: la

toma de decisiones mediante votaciones con un voto por país que caracteriza a la OMC permitiría en principio establecer alianzas entre países para bloquear determinados acuerdos; en el seno de la OMC los países acordarían liberalizar la provisión de servicios concretos, y eso da lugar a la desregulación de algunos flujos financieros específicos sobre todo de entrada, siendo posible en general regular con bastante autonomía los flujos de salida;⁴⁴ existirían distintas cláusulas de salvaguardia y cada país puede acordar condiciones adicionales bajo las cuales se suspendería la liberalización acordada; por último, los contenciosos se dirimirían siempre entre países y en tribunales de arbitraje internacional, lo que en principio supondría un terreno relativamente equilibrado para resolver las disputas. De forma parecida, los tratados regionales de comercio e inversión limitarían la capacidad de regular los flujos de capital pero conteniendo también cláusulas de salvaguardia que liberarían de las obligaciones contraídas en caso de problemas serios con la Balanza de Pagos, especialmente por lo que respecta a los flujos de salida.

Quizá son los tratados bilaterales de comercio e inversión los que tienen mayor capacidad para limitar el margen de maniobra de los países a la hora de regular la inversión (Gallagher, 2012b, 2011a; Gallagher et al., 2013; Gallagher y Stanley, 2013, 2012, p. 3; Griffith-Jones y Gallagher, 2012, 2011; Ocampo, 2015, p. 22). Aunque la restricción práctica que suponen variaría enormemente en función del caso particular (Anderson, 2013, 2011; Gallagher, 2011a; Van Harten et al., 2015), estos tratados carecen en muchas ocasiones de cláusulas de salvaguardia que den espacio para regular por motivos de emergencia y suelen basarse en la liberalización de amplias categorías de flujos de inversión. Esto se explicaría porque surgen de una negociación bilateral potencialmente muy asimétrica, lo que se reflejaría también en el hecho de que los contenciosos respecto a su cumplimiento se diriman en los tribunales ordinarios, en muchas ocasiones entre el inversor y el estado acusado de incumplir el tratado, algo que podría constituir un desequilibrio en favor del inversor.

El segundo marco normativo relevante sería el *Code of Liberalisation of Capital Movements* de la OECD (2012), un documento vinculante para los países miembros de esta organización que promueve la eliminación de las restricciones a los movimientos de capital que discriminan en función de la residencia (International Monetary Fund, 2012e, p. 8, 2010b, p. 46). Se trataría de un marco normativo muy influyente que desde los años setenta habría orientado las políticas de las principales

44 En el marco de los acuerdos para la liberalización del comercio de servicios de la OMC, como por ejemplo el Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS, por sus siglas en inglés), cuando se autoriza a un proveedor extranjero a ofrecer sus servicios en el país firmante suele aparecer una limitación para regular la inversión entrante, tanto si se autoriza una presencia comercial -lo que implica permitir la inversión necesaria para instalarla- como si el servicio se presta desde el extranjero pero es de tipo financiero.

economías del mundo siendo además la referencia tanto para el IMF como para otros marcos legales que han pretendido promover la liberalización de la inversión internacional (Milne, 2014, pp. 78–80). Los países que se adhieren a la OECD pueden negociar algunas excepciones a los movimientos que deben ser liberalizados, y existe la posibilidad de restringir temporalmente los flujos de corto plazo así como de derogar compromisos más amplios por motivos económicos.

En tercer lugar, el Tratado de la Unión Europea (Unión Europea, 1993) también aboga fuertemente por la liberalización de los flujos de capital, promoviendo la eliminación de restricciones de cualquier tipo, ya sean discriminatorias o no (International Monetary Fund, 2012e, p. 8; Milne, 2014, pp. 81–83). Concretamente, estaría prohibido que cualquier país aplicara una restricción a la inversión, tanto si afecta a otro país miembro como si afecta a un país fuera de la Unión (International Monetary Fund, 2010b, p. 47). Las excepciones son muy limitadas. Los países que no pertenecen a la zona euro podrían solicitar ser eximidos temporalmente del cumplimiento del tratado por problemas severos en su balanza de pagos, pero para los países de la zona euro el margen sería aún más estrecho, pues la restricción de flujos con otros países de la zona ni siquiera se contempla, mientras las restricciones sobre flujos con terceros países únicamente podrían ser autorizadas por la UE bajo circunstancias excepcionales que amenazaran la estabilidad del conjunto de la unión monetaria. Los países únicamente podrían imponer regulación que afectara a la inversión para evitar la evasión fiscal o por motivos prudenciales, siempre que la medida estuviera justificada, no fuera arbitrariamente discriminatoria ni supusiera en realidad una simple restricción de la inversión camuflada.

En definitiva, el marco normativo respecto a los flujos de capitales que se ha descrito sería amplio y notablemente complejo, pues las distintas normas bilaterales, regionales y multilaterales promueven siempre la liberalización de los flujos de capital pero con grados de exigencia y posibilidades de derogación muy variadas. Estas normas, a juicio del IMF (2010b, p. 21), no constituirían un conjunto óptimo desde el punto de vista de la estabilidad del sistema financiero internacional. Habría claros problemas de compatibilidad, como por ejemplo en el hecho de que la visión institucional del IMF sobre la materia tiene rango inferior a los marcos normativos bilaterales o regionales de comercio o inversión. Eso significa que las medidas de regulación que para el IMF son legítimas e incluso recomendables podrían no ser legalmente aplicables si estos otros marcos normativos no contienen las cláusulas de salvaguardia temporal que otorguen el espacio legal necesario para aplicarlas (International Monetary Fund, 2012b, p. 42).

3.7.2. Necesidad de coordinación de las políticas de regulación de flujos de capital

Considerando que el potencial desestabilizador de los flujos de capital es un problema compartido internacionalmente, que amenaza la estabilidad de todos los países y la del sistema financiero internacional en su conjunto, existiría una fuerte demanda en favor de que la regulación de flujos de capital no simplemente se legitime por parte del IMF como política de regulación doméstica para países concretos, sino que su aplicación se sustente en un marco consensuado internacionalmente más consistente que el actual y que oriente a los países respecto a cómo aplicar este tipo de regulación con eficacia (Gallagher, 2015, chap. 9; Grabel, 2010; Griffith-Jones y Gallagher, 2012, 2011; Jeanne, 2012, pp. 203–204; Jeanne et al., 2012; Ocampo, 2011a, p. 18; Subramanian, 2012; Williamson et al., 2012).

El tipo de respuestas individuales y unilaterales que se adoptan actualmente como respuesta a los problemas que crean los flujos de capital podría suponer al menos cuatro tipos de problemas. El primero es que los países más ricos no asumirían ningún tipo de responsabilidad en esta materia. Un marco multilateral más razonable debiera no tan solo aceptar, legitimar e incluso facilitar la aplicación de estas medidas por parte de los países receptores, sino también involucrar en la tarea de gestionar la inversión internacional a los países más ricos, en los que en gran medida se originan dichas transacciones.

El segundo problema es que persistiría aún cierto estigma sobre la regulación de flujos de capital, que es legitimada como último recurso por el IMF pero aún proscrita por muchos acuerdos comerciales y de inversión. Esto podría provocar que se estuviera recurriendo a esta política menos de lo que sería recomendable desde el punto de vista de la estabilidad financiera internacional, pues solamente la utilizarían países que tienen amplio margen de maniobra legal -que no son ni mucho menos todos- y que están dispuestos a asumir el potencial coste que supone regular la inversión en términos de percepción negativa por parte de los agentes que operan en el mercado financiero.

El tercer problema es que la adopción de medidas de regulación de flujos de capital por parte de un país podría tener efectos colaterales sobre otros países. No parece que éste haya sido el caso en la última fase de intensificación reguladora, entre 2009 y 2013, pero esta cuestión de indudable relevancia se afrontaría de mejor forma a partir de una estructura consensuada internacionalmente.

Por último, un cuarto problema es que junto a las medidas de regulación que han

aplicado desde 2009 países como Brasil y Corea del Sur, que en general habrían sido percibidas como justificadas y relativamente exitosas, coexisten otras como las que adopta China, cuyo objetivo sería, a juicio de muchos, menos legítimo, pues consistiría únicamente en lograr un tipo de cambio muy devaluado favorable a sus exportaciones. Sin pretender ahondar aquí en la interesante cuestión de cuándo un objetivo de política económica está justificado y es legítimo en función de los efectos que tiene sobre otros países, se quiere recalcar simplemente que el actual marco normativo supondría la imposibilidad de articular cualquier tipo de resolución para controversias de este tipo.

Parece claro el importante papel que el IMF debiera jugar en la conformación de una estructura multilateralmente consensuada de regulación de la inversión internacional que abordara al menos alguno de los problemas mencionados. Sin embargo, no parece que exista una gran predisposición en este sentido. Hasta el momento, el IMF se limitaría a constatar que el marco normativo actual es complejo y potencialmente inconsistente pero sin adoptar iniciativas concretas que permitan mejorarlo mediante la colaboración entre países (Gallagher, 2012c, p. 24), ni tampoco ofrecer consejo alguno respecto a cómo los países pueden afrontar esta realidad en la práctica (Gallagher, 2012d). En un sentido parecido, la alusión del IMF (2012b) respecto a la responsabilidad de las economías más ricas en el fenómeno de los volátiles y potencialmente amenazadores flujos de capital hacia los países en desarrollo sería prácticamente una anécdota, en la medida en que se renuncia completamente a asignar a los países más ricos tareas concretas en este sentido.

3.7.3. Propuestas para una regulación de flujos de capital a escala internacional

Desde las posiciones que reclaman un nuevo marco normativo internacional más útil y consistente respecto a la regulación de flujos de capital se lanzan diversas propuestas de reforma con diverso grado de concreción. Un primer grupo de autores, tanto desde la economía como desde la economía política de las relaciones internacionales, aboga por retornar a un sistema similar en muchos aspectos al de Bretton Woods, es decir, basado en tipos de cambio estables acordados internacionalmente con la posibilidad de que los países recurran a voluntad a la regulación de la inversión en función de lo que demande el ciclo económico (Davidson, 2007, chap. 10, 2002, chap. 14, 2000, 1992; Felix, 2005; Helleiner, 2010; Helleiner y Pagliari, 2011; Vestergaard y Wade, 2012).

Una segunda sugerencia, quizá la más extendida, apuesta por un objetivo quizá más

próximo como es revisar el marco normativo del comercio y la inversión de forma que otorgue mucho más margen a las economías para regular los flujos de capital en función de sus necesidades coyunturales, una propuesta que ya se realizaba en los noventa (Crotty y Epstein, 1996, p. 136) pero que habría cobrado mucho mayor vigor después de la crisis de 2008 (Ackerman et al., 2012; Gallagher, 2015, chap. 5,9; Gallagher et al., 2013; Hausmann et al., 2011; Ocampo, 2011a, p. 19; Paula y Prates, 2013a, p. 23; United Nations Conference on Trade and Development and Global Economic Governance Initiative, 2013; Van Harten et al., 2015).

Una tercera sugerencia, de tipo más táctico, señala la necesidad de que el IMF sea aún más permisivo en lo referente a la regulación de los flujos de capital, para lo que sería útil buscar alianzas entre países en desarrollo, seguir presionando para reformar las cuotas de voto en la institución y reforzar las instituciones multilaterales alternativas como el G-24 para que constituyan una palanca eficaz promoviendo este cambio (Gallagher, 2015, chap. 9).

En cuarto y último lugar pueden señalarse sugerencias más concretas respecto a nuevas figuras impositivas de alcance mundial, a las que se alude en ocasiones, pero no siempre, como parte del nuevo orden normativo internacional que se reclama. La más relevante seguiría siendo sin duda la tasa Tobin para atenuar la volatilidad de los mercados de capitales internacionales (Eichengreen et al., 1995, p. 199; Tobin, 1978), que algunos autores defienden con decisión (Felix, 2005). Al igual que ocurría con los esquemas de regulación a escala nacional, las críticas a este tipo de medidas se basarían habitualmente en que sería muy complicado ponerla en práctica -por motivos administrativos, técnicos y políticos-, y que sería probablemente ineficaz (Milne, 2014, pp. 54–55), dificultades que aun siendo indudables serían posiblemente exageradas por la literatura (Garcimartín, 2009).

3.8. Reflexiones finales

La noción de que la regulación de flujos de capital otorga un mayor margen de maniobra a los Gobiernos parecería aceptarse unánimemente a lo largo de todo el periodo analizado como un hecho económico incuestionable. La valoración política que se hace de este hecho, determinada por el contexto histórico vigente y por la experiencia pasada reciente, sería el principal factor que habría determinado en cada momento histórico la visión dominante desde la economía y la política con respecto a la regulación de flujos de capital.

Así, el juicio mayoritario respecto a si es recomendable regular la inversión parecería depender básicamente de si se considera deseable que los Gobiernos dispongan de margen de maniobra para aplicar sus políticas económicas de acuerdo a objetivos domésticos. El papel de la teoría económica en este sentido sería más bien subsidiario, siendo un elemento de sustento y justificación para todas las posturas que entran en el debate pero sin determinar cuál de ellas se convierte en hegemónica.

Durante el periodo de Bretton Woods el margen de maniobra de los Gobiernos parece antojarse imprescindible por razones de estabilidad económica, de acuerdo a las enseñanzas extraídas del periodo de entreguerras, y de geoestrategia política, dado el contexto de la Guerra Fría. Además, fruto también de la experiencia histórica reciente, parece atribuirse a los flujos de capital un importante potencial desestabilizador limitando dicho margen de maniobra. Esta combinación de factores ayudaría a comprender cómo surge una regulación intensa y generalizada de la inversión internacional, consagrada como uno de los pilares del sistema monetario internacional.

El sustento teórico a esta postura no llegaría hasta el modelo Mundell-Fleming durante los sesenta, pero el apoyo teórico a las posiciones opuestas tampoco es muy intenso, nutrido principalmente del argumento de eficiencia en la asignación mundial del ahorro. En cualquier caso, el debate académico relativamente equilibrado o quizá algo favorable a la regulación parecería tener una responsabilidad muy limitada en la aceptación generalizada de esta política, que se debería principalmente a la potencia del argumento político que apuesta por garantizar el margen de maniobra de los países.

A partir de los años setenta, dicho margen de maniobra dejaría de ser algo a preservar y se percibiría cada vez más como una traba que convendría eliminar porque obstaculiza la internacionalización de la inversión, una faceta más de la retirada del Estado de la gestión económica que se erigiría como uno de los principales objetivos políticos tanto para los países más ricos, bajo el liderazgo de Reino Unido y Estados Unidos, como para las instituciones multilaterales dominadas por ellos. La desintegración de la Unión Soviética a principios de los noventa habría agudizado si cabe la decisión con la que se promueve la liberalización de la inversión, pues desde ese momento garantizar el margen de maniobra para las economías no sería funcional ni siquiera por motivos geoestratégicos.

Es así como el argumento del margen de maniobra no solo dejaría de ser el principal valedor de la regulación de flujos de capital, sino que pasaría a engrosar el argumentario utilizado en su contra. Concretamente, se insistiría cada vez más en el

positivo efecto disciplinador de la inversión internacional liberalizada, en la medida en que, al restringir el margen de maniobra de los Gobiernos, hace insostenibles políticas consideradas inadecuadas que solo la regulación de los flujos de capital permitía mantener.

Un factor que parece muy relevante para explicar este cambio en el diagnóstico político del margen de maniobra de los países es la experiencia histórica cercana. Probablemente la estabilidad financiera que marca el periodo de Bretton Woods es identificada en los setenta como un hecho normal tanto desde la academia como desde la política y ello contribuye a mitigar la desconfianza respecto a los flujos de inversión. Visto de otro modo, queda muy alejado en el tiempo el periodo de entreguerras en el que estas transacciones habían restringido el margen de maniobra de los Gobiernos contribuyendo a empeorar las perspectivas económicas mundiales.

En el mismo sentido opera la evidencia empírica acumulada durante los ochenta y noventa, de la que se derivaría solo una concesión en favor de la regulación de la inversión -puede ser útil para secuenciar la liberalización- junto con multitud de argumentos para denostarla por ineficaz, costosa e incluso dañina, porque provoca corrupción y simplemente dilata la aplicación de reformas inevitables y necesarias.⁴⁵ La terminología habitual durante los noventa para designar a la regulación de flujos de capital -control de capitales, represión financiera- no sería sino un síntoma más de que el margen de maniobra que esta política otorga a los Gobiernos se considera políticamente indeseable.

Por último, parece indudable que entre los setenta y los noventa la teoría económica se convierte también en un aliado importante de la apuesta liberalizadora. Siguiendo la intuición de Friedman (1982, p. ix), para quien una crisis es la mejor oportunidad para que las ideas novedosas nutran un nuevo consenso dominante, parecería que el convulso periodo de los setenta habría facilitado que el paradigma teórico del equilibrio

45 Llama la atención hasta qué punto los argumentos de raíz empírica que se esgrimen en contra de la regulación de la inversión durante los noventa encajan en la categorización que realiza Hirschman (1991) de los razonamientos más habituales desde el siglo XIX para oponerse a cualquier tipo de reforma. Estos argumentos se habrían utilizado mayoritariamente -aunque no en exclusiva- desde posiciones conservadoras y pueden categorizarse en tres grupos, denominados tesis de la perversidad -la reforma será contraproducente-, la futilidad -no se logrará cambio alguno- y el riesgo -quizá se logre el cambio deseado pero al precio de un daño en otro ámbito. Respecto a la regulación de los flujos de capital, sin duda el argumento más popular habría sido el de la futilidad, dando prácticamente por sentado que esta política fracasará porque será inevitablemente evadida. En la tesis de la perversidad podrían encuadrarse los argumentos según los cuales la regulación será contraproducente porque los beneficios que ofrezca se verán superados por los costes en forma de encarecimiento de la financiación para los agentes, hipertrofia burocrática u obstáculos al desarrollo del sistema financiero. Por último, en la tesis del riesgo encajarían los numerosos argumentos según los cuales, independientemente de lo eficaz que sea la regulación -y en ocasiones precisamente a causa de dicha eficacia- se producirían efectos directamente dañinos como corrupción, clientelismo, incentivo para el crecimiento de la banca en la sombra o retraso en la aplicación de buenas políticas por culpa de la "compra de tiempo".

competitivo con incertidumbre se asentara como parte del núcleo convencional de la economía, sustentando la necesidad de liberalizar la inversión con fuertes prescripciones basadas en el argumento de la asignación intertemporalmente eficiente de los recursos. Frente a este novedoso y potente marco analítico, el apoyo teórico a la regulación se mostraría relativamente débil, pues la crítica al escaso realismo de las hipótesis en que se basa la teoría neoclásica daría pie a propuestas de impacto limitado que tratan de deslegitimar prescripciones ajenas -las del equilibrio competitivo- y no tanto de ofrecer alternativas propias.

A partir de los años dos mil el debate académico y político parecería algo más abierto y la regulación de flujos de capital como mínimo vuelve a incorporarse a la agenda de políticas “legítimas”, según la califica el IMF a partir de 2012, algo que a su vez se reflejaría en que la terminología utilizada para denominar estas políticas está algo menos cargada de significados negativos. Al menos tres factores parecen influir en este cambio.

El primero y más importante es que el argumento del margen de maniobra parece haber vuelto a esgrimirse en favor de la regulación de flujos de capital, gracias en gran parte a que la experiencia histórica reciente, como ya ocurrió tras la Segunda Guerra Mundial, ofrece abundantes ejemplos de cómo los flujos de capital pueden desestabilizar las economías restringiendo de forma dañina las opciones disponibles para sus Gobiernos. En este sentido, parece particularmente influyente el ejemplo de los países asiáticos, cuya crisis financiera de finales de los noventa estalla tras seguir al pie de la letra las recomendaciones de liberalización del IMF, o el de Malasia, país que logra salir notablemente bien parado de dicha crisis aplicando una fuerte regulación de flujos de capital que cuenta con la oposición frontal del IMF. El segundo factor, atribuible también a la experiencia histórica reciente, es que parece rebatirse con cierta eficacia el diagnóstico casi unánimemente aceptado en los noventa en el sentido de que la regulación de la inversión es necesariamente ineficaz, además de costosa y promotora de corrupción.

El tercer y último factor parece ser un mayor equilibrio de fuerzas en el debate de la teoría económica. Frente a un argumentario favorable a la liberalización que sigue siendo muy potente -formando parte de hecho del núcleo de la corriente convencional dominante- pero que apenas se modifica desde los noventa, las posiciones en apoyo de la regulación se refuerzan notablemente en los dos mil. La credibilidad del marco neoclásico de equilibrio competitivo se ve minada con un cuestionamiento cada vez más profundo -de raíz tanto teórica como empírica- de sus argumentos concretos y de sus hipótesis fundamentales, siendo éstas criticadas tanto desde dentro del equilibrio

-las distorsiones existen y son muy relevantes- como desde fuera del mismo -irracionalidad de los agentes e incertidumbre inextinguible. Pero además aparece la “nueva economía del bienestar”, que en lugar de demoler el paradigma neoclásico y la recomendación de liberalización que de él se deriva, encuentra en dicho paradigma un sustento explícito para la regulación. Esta nueva aportación teórica habría sido probablemente muy funcional para que el IMF pudiera modificar su posición, creando un espacio para legitimar teóricamente la regulación de la inversión desde dentro de la economía convencional, y no exclusivamente a partir de una crítica de la misma.

La relevancia que cabe otorgar a este último desarrollo teórico no cuestiona la principal reflexión que se deriva del análisis realizado: desde el final de la Segunda Guerra Mundial y principios del siglo XX parece claro que ha sido en lo político, y no en lo económico, donde se ha resuelto principalmente la disyuntiva entre considerar la regulación de flujos de capital como una política en principio útil o, por el contrario, desconfiar genéricamente de ella. Respecto a esta cuestión, la posición que se defiende en este trabajo es que parece necesario preservar un margen de maniobra suficiente para que los países puedan optar entre las distintas alternativas de política económica que a menudo son compatibles con objetivos políticos razonables, consistentes y definidos democráticamente. En este sentido, cabe considerar como potencialmente útil toda herramienta que contribuya a ampliar dicho margen de maniobra, como por ejemplo la regulación de flujos de capital.

Al menos dos argumentos de entre todos los que se han repasado parecen especialmente útiles para sustentar lo anterior. El primero y principal es que desconfiar del margen de maniobra de los Gobiernos supone desconfiar también de la democracia. Esto es así porque si se asume que la liberalización ejerce un efecto disciplinador positivo sobre los países, se está legitimando al mismo tiempo que las sociedades no puedan influir sobre las cuestiones de política económica que les afectan. Esto solo es justificable bajo el supuesto, dudosamente democrático, de que la ciudadanía no es capaz de gobernar adecuadamente su propio destino, de manera que es preferible que otros, los inversores, guíen en su lugar la acción de los Gobiernos.

El segundo argumento, de tipo más práctico, señala que la desconfianza genérica ante la regulación de flujos de capital como una política de dudosa utilidad que contribuye a objetivos cuestionables no parece encontrar sustento en la evidencia histórica, la cual ofrecería incontables ejemplos de cómo esta política puede contribuir eficazmente a la consecución de objetivos económica y socialmente razonables. A buen seguro la historia también ofrece múltiples ejemplos de signo contrario, pero esto es algo

extensible a todas las políticas públicas, que en la medida en que son simples herramientas pueden contribuir a multitud de objetivos políticos y con grados de eficacia muy diversos.

En modo alguno se pretende con este razonamiento validar genéricamente y de forma acrítica cualquier utilización concreta que un Gobierno pueda hacer del margen de maniobra que pueda proporcionarle la regulación de la inversión internacional. Lo que se pretende es simplemente cuestionar la deslegitimación genérica de la ampliación de dicho margen, que es lo que parece estar habitualmente detrás de la desconfianza hacia la regulación de la inversión. Transitar desde los planteamientos categóricos y doctrinarios hacia un terreno más pragmático permite que el análisis, lejos de suspenderse, cobre nuevo impulso al abrirse un amplio espacio de discusión respecto a cuestiones como qué tipo de medidas se aplican para regular los flujos de inversión, bajo qué objetivos de política económica se diseñan, en qué medida dichos objetivos son razonables de acuerdo a determinados criterios políticos y, por último, qué diagnóstico puede ofrecerse respecto a los efectos de la regulación en la práctica.

De entre todos estos ámbitos, esta Tesis centra su atención en uno muy concreto, como es la eficacia que cabe atribuir a la regulación de los flujos de capital en cuanto a la consecución de los objetivos inmediatos que se propone, relacionados siempre con afectar al volumen y/o la composición de los flujos. La compleja realidad económica y social que subyace a las cuestiones mencionadas impide que su análisis pueda arrojar conclusiones generalizables, así que la aspiración será más bien enriquecer el conocimiento que se tiene de ellas analizando en detalle experiencias concretas de regulación. Solo así podrá tratar de averiguarse, en cada contexto específico, en qué medida la regulación de flujos de capital parece haber sido eficaz para promover los objetivos que motivaron su aplicación y qué factores habrían determinado dicha eficacia. Este ejercicio de análisis parece imprescindible para nutrir el diseño de la regulación de los flujos de capital en el futuro a partir de las enseñanzas que ofrece el pasado. A este propósito se dedica la segunda parte de la Tesis.

Parte II

CAPÍTULO 4. INTRODUCCIÓN METODOLÓGICA AL ANÁLISIS EMPÍRICO

En este capítulo se detalla en primer lugar el marco de análisis utilizado para abordar los estudios de caso, que constituyen el centro de la aportación de esta Tesis. En segundo lugar, se ofrece también un epígrafe descriptivo dedicado a los mercados cambiarios, especialmente a plazo, donde se exponen cuestiones que serán de utilidad para la comprensión de las experiencias de regulación analizadas en los capítulos siguientes.

4.1. Marco analítico concreto utilizado para los estudios de caso

En este epígrafe se presenta un marco analítico de referencia en el que se detallan los ámbitos que serán objeto de estudio y reflexión con respecto a las tres experiencias de regulación de flujos de capital analizadas. Para su conformación, además de las intuiciones genéricas derivadas de la revisión de literatura ofrecida en la primera parte de la Tesis, se ha tenido en cuenta también la literatura centrada específicamente en los casos de Islandia, Brasil y Perú, así como también, por lo que respecta a las dos últimas experiencias, las entrevistas realizadas en el terreno. Así, el aspecto final del marco de referencia está determinado en buena medida por los propios casos analizados, ya que constituye la estructura básica para presentar todos los hallazgos realizados.

Serán cinco los ámbitos principales en torno a los que se estructurará el estudio de los casos: el tipo de inversión que llega al país en cuestión, los riesgos y problemas que comporta, qué medidas de respuesta se adoptan por parte de la regulación, cuál es su eficacia y, por último, qué factores pueden ayudar a comprender el grado de eficacia detectado. Estos cinco ámbitos se abordan tal y como se explica a continuación.

4.1.1. Descripción de los flujos entrantes de capital

El primer ámbito analizado es el de los flujos de capital entrantes, desde una doble perspectiva. Por una parte se realiza un análisis descriptivo de los flujos brutos de

capital entrante a partir de los datos de la balanza de pagos. Por otra, se construye una representación esquemática de las vías de inversión por las que los inversores extranjeros pueden acceder a la economía sometida a estudio. Esto permite resaltar algunos de los vínculos más relevantes que se establecen entre el inversor extranjero y los agentes de la economía receptora, sobre todo los bancos pero también los hogares y las empresas, así como el papel de los mercados cambiarios al contado y a plazo.

4.1.2. Riesgos y problemas que suponen los flujos para la economía receptora

El segundo ámbito sometido a estudio es el de los riesgos y problemas que pueden implicar los flujos entrantes para la economía receptora, que son principalmente tres: restricción del margen de maniobra para la política monetaria, riesgos macroprudenciales y efectos sobre el tipo de cambio (International Monetary Fund, 2012b, p. 17).

Desde el punto de vista monetario, los flujos intensos de entrada de capitales pueden abaratar el acceso a la financiación externa para las entidades domésticas, lo que impulsaría la demanda de la economía. En condiciones de plena libertad para la circulación de la inversión, corregir esta situación mediante la política monetaria podría ser complicado y a buen seguro costoso, porque requeriría de una intervención cambiaria esterilizada para evitar que el endurecimiento de la política monetaria atrajera aún más inversión y agudizara el recalentamiento. Si no se quiere o no se puede asumir este coste, se podría reforzar la sincronización del ciclo económico doméstico con el ciclo inversor externo, lo que supone una restricción del margen de maniobra para la política económica, pues ésta debe guiarse por la coyuntura internacional y no por objetivos domésticos. Además, dado que el ciclo de inversión externa es extremadamente volátil en los países emergentes, dicha volatilidad se puede comunicar al ciclo económico interno, haciéndolo por tanto más agudo. Los síntomas de la agudización del ciclo y su sincronización con el exterior son un sobrecalentamiento de la demanda con excesiva expansión del crédito y presiones inflacionistas durante el auge, seguido de un colapso del crédito y la demanda en la fase bajista del ciclo.

Los flujos entrantes intensos pueden contribuir también a la acumulación de riesgos financieros. Desde el punto de vista de los pasivos bancarios, los flujos entrantes de capital intensos facilitan que los bancos se endeuden a corto plazo con el exterior, lo que supone un riesgo de liquidez. Si esta financiación es en divisas el riesgo de

liquidez es más amenazador aún por la limitada capacidad de asistencia que tiene el Banco Central de la economía receptora en caso de que restricciones del crédito en los mercados internacionales dificulten a los bancos la refinanciación de sus deudas. Al riesgo de liquidez se añade el riesgo de cambio si la financiación en divisas es utilizada por las entidades que la captaron para adquirir moneda nacional e invertirla en el interior de la economía, asumiendo por ello descuadres de divisas en los balances. Desde el punto de vista de los activos bancarios, el incremento del crédito doméstico al que usualmente contribuye el acceso sencillo a la financiación exterior suele provocar una bajada en los estándares de calidad de concesión de los préstamos, incrementándose la exposición de las entidades bancarias al riesgo de crédito.

Las empresas y hogares destinatarios de la financiación de los bancos de la economía receptora pueden sobreendeudarse, porque la bonanza económica les hace aparecer como prestatarios solventes cuando quizá solamente lo son gracias a factores coyunturales. También contribuye a ello la valoración excesivamente optimista que los bancos hacen de los potenciales clientes, fruto del deseo de incrementar su cartera de créditos concedidos. Por último, el auge inversor puede contribuir a la generación de burbujas de activos inmobiliarios o bursátiles, que al explotar en la fase bajista pueden desencadenar problemas de solvencia a muchos agentes, de lo que se derivarían también complicaciones para sus financiadores, es decir, de nuevo los bancos domésticos.

El tipo de cambio constituye la tercera preocupación para las autoridades de una economía que recibe una fuerte entrada de inversión. Una apreciación sostenida puede incidir en la estructura de la demanda y el déficit comercial, abaratando las importaciones y haciendo menos competitivas las exportaciones. El efecto sobre las exportaciones, adicionalmente, puede generar cambios más profundos en el tejido productivo, si la apreciación es suficientemente intensa y sostenida como para provocar la desaparición de parte del sector exportador de manufacturas debido a su falta de competitividad. Esto constituye también, como ocurría con la política monetaria, una restricción del margen de maniobra de las autoridades, que deben asumir una estructura productiva en gran medida determinada por el comportamiento cambiante de los inversores internacionales, algo que puede dificultar enormemente cualquier política autónoma de desarrollo industrial. Además, la apreciación cambiaria continuada alimenta expectativas que contribuyen a atraer de forma aún más intensa a los flujos entrantes, especialmente a los de menor plazo de vencimiento, lo cual puede agudizar todos los problemas a los que la inversión entrante puede potencialmente contribuir. Por último, también puede ser objeto de preocupación, aunque en menor

medida, la variabilidad del tipo de cambio, que puede generar incertidumbre y obligar a dedicar recursos para su estabilización.

La descripción presentada de los riesgos y problemas que comportan potencialmente los flujos intensos de entrada es genérica, siendo el análisis detallado de cada una de las experiencias estudiadas el que permitirá valorar cuáles de estas cuestiones son más relevantes en cada caso. El análisis en este segundo ámbito finaliza poniendo en relación los riesgos y problemas discutidos con las principales vías de entrada de inversión que se han identificado anteriormente. Eso permite clarificar cuáles de las vías de inversión contribuyen a cada uno de los riesgos y problemas señalados.

4.1.3. Descripción de la regulación de flujos de capital adoptada

El tercer ámbito analizado en cada estudio de caso es la regulación de flujos de capital aplicada, desde un punto de vista descriptivo. Se discuten en primer lugar los objetivos últimos de la regulación, relacionados siempre con alguno de los problemas o riesgos mencionados anteriormente que mueven a las autoridades a utilizar esta política, así como también sus objetivos inmediatos, es decir, sobre qué partidas de inversión pretenden incidir las medidas aplicadas y de qué forma.

En segundo lugar se ofrece una descripción de las medidas adoptadas, indicando si son administrativas (restricciones a determinadas transacciones) o de precios (no restringen comportamientos sino que les imponen un coste), qué institución las aplica, qué alcance tienen y categorizándolas en dos grandes grupos: medidas directas e indirectas. Las medidas directas inciden sobre las propias transacciones que constituyen flujos de capital, ya sea sobre el inversor extranjero o sobre el receptor de la financiación en la economía analizada. Por su parte, las medidas indirectas recaen exclusivamente sobre actores domésticos en circuitos financieros dentro de la economía receptora, y se consideran regulación de flujos de capital en el presente análisis porque parece razonable pensar que repercutan en la inversión entrante, pues los actores domésticos sobre los que actúa este tipo de regulación, sobre todo bancos, están fuertemente vinculados a los inversores extranjeros.

4.1.4. Eficacia de la regulación de los flujos de capital

El cuarto ámbito de análisis se centra en valorar la eficacia de la regulación de flujos de capital adoptada. La literatura aborda esta cuestión buscando principalmente síntomas de siete efectos que una regulación podría presumiblemente provocar en

caso de ser exitosa: disminuir el volumen de flujos entrantes, alterar su composición de forma que pierdan protagonismo los flujos de corto plazo, dotar a las autoridades de mayor margen para una política monetaria autónoma permitiendo diferenciales mayores de los tipos de interés domésticos con respecto al exterior, atenuar la contribución de la inversión a la apreciación y la volatilidad del tipo de cambio, facilitar la financiación del déficit público y, por último, ralentizar el ritmo de apreciación de activos en la economía receptora (Baumann y Gallagher, 2012; Coelho y Gallagher, 2010; Dooley, 1995; Forbes et al., 2015; Gallagher, 2011b; Habermeier et al., 2011; Magud y Reinhart, 2006; Ocampo y Palma, 2008; Ostry et al., 2012b, 2010).

El presente análisis se centra en los dos primeros efectos, los que aluden al volumen y composición de los flujos. El primer motivo de esta selección es que las medidas directas de regulación de flujos de capital inciden, por definición, sobre las transacciones computadas como flujos de capital y por lo tanto es en su volumen y tipología donde presumiblemente sus efectos serán, si existen, más fácilmente detectables. La regulación indirecta probablemente añada capacidad de incidencia a la regulación directa, pero de lo que no cabe duda es de que la regulación en conjunto, tanto directa como indirecta, incidirá de forma más visible, si lo hace, sobre los flujos de capital, afectando bien a su volumen o a su composición. Cualquier efecto atribuible a la regulación de flujos de capital sobre el tipo de cambio o el precio de los activos bursátiles, por ejemplo, necesariamente sería una consecuencia de un efecto previo de la regulación sobre el volumen o composición de alguna de las partidas de flujos entrantes.

Adicionalmente, rastrear los efectos de la regulación de flujos de capital fuera de la cuenta financiera obliga a considerar otros factores explicativos que probablemente sean incluso más relevantes que la regulación que se analiza. Por ejemplo, para estudiar si la regulación ha contribuido a atenuar la apreciación cambiaria sería imprescindible incluir entre las variables de control del análisis la intervención cambiaria del Banco Central, mientras que si se estudiase el posible efecto de la regulación atenuando el crecimiento del crédito doméstico y por lo tanto mitigando el sobrecalentamiento de la economía sería recomendable tener en cuenta como mínimo el crecimiento de la economía, el nivel de endeudamiento de las familias o la situación del mercado inmobiliario. En suma, analizar en profundidad los síntomas de eficacia de la regulación a través de variables distintas al volumen o composición de la inversión entrante supondría una dispersión del objeto de estudio que impediría mantener el trabajo lo más acotado posible alrededor del foco principal de análisis constituido por los flujos de capital.

El cambio en el volumen de la inversión es un efecto asociado a una partida específica de la balanza de pagos, más o menos desagregada, cuyo volumen varía en términos absolutos. Por el contrario, el cambio en la composición de la inversión está asociada a un grupo de subpartidas de inversión, que ven alterada su importancia relativa dentro de la partida agregada que conforman. Una medida de regulación exitosa necesariamente reducirá el volumen de una o varias partidas de inversión, aquellas que preocupan a los reguladores. Eso puede suponer bien la reducción del flujo total de inversión, bien el cambio en la composición del flujo total o de alguna de sus subpartidas, o bien ambos efectos.

El análisis de eficacia realizado es distinto para los casos de Brasil y Perú, por una parte, y para el caso de Islandia por la otra. El motivo es que las regulaciones de los dos primeros países son preventivas y tratan de modular el perfil de la inversión entrante, mientras que la regulación de Islandia es reactiva y trata de detener drásticamente la compra de divisas, debida tanto a la retirada de capitales extranjeros que habían llegado previamente al colapso bancario que sufre Islandia en 2008 como a la salida de capitales nacionales que se produce también a partir de ese momento.

En los casos de Brasil y Perú el análisis de eficacia se aborda de dos formas: un análisis de datos estadísticos y un análisis econométrico. El primero de los análisis se expone en los capítulos correspondientes a los estudios de caso, y consiste en combinar el relato temporal de la sucesión de medidas de regulación que se van adoptando durante el periodo considerado con un análisis visual de los datos de las distintas partidas de inversión en promedios móviles de cuatro periodos (meses en el caso de Brasil y trimestres en el caso de Perú) con el fin de visualizar los cambios de tendencia en la inversión.

Si el comportamiento de los flujos en cuanto a volumen y composición es consistente con los objetivos de la regulación aplicada, se establece como conjetura inicial que la regulación ha sido efectiva. Para poner a prueba esta consideración, se analizan también visualmente dos variables de control, aquellas que según los modelos de balance de cartera y la literatura empírica son más útiles para describir los flujos hacia países emergentes, como son el riesgo percibido por los inversores y el diferencial de rentabilidades entre el país receptor y el exterior. Podría ser que la inversión oscilara de forma permanente al ritmo al que lo hacen la aversión al riesgo y el diferencial de rentabilidades, pero con menor amplitud en sus oscilaciones cuando la regulación es más intensa. Ello supondría un indicio de cierta desconexión entre rentabilidad y riesgo, por un lado, y flujos de inversión por otro, cuando la regulación alcanza sus niveles de intensidad mayores, sugiriendo que la regulación sería eficaz porque los

impedimentos que supone -ya sea en forma de barreras administrativas o de rentabilidad mermada- lograrían que la rentabilidad y el riesgo perdieran algo de protagonismo como motores de las decisiones de inversión. Si la explicación del comportamiento de los flujos requiere tener en cuenta también la regulación, y no solamente las dos variables de control mencionadas, se consideraría que la conjetura de que la regulación ha sido eficaz no queda rechazada.

El análisis econométrico de las experiencias de Brasil y Perú se ofrece en un capítulo aparte y su objetivo es complementar el análisis preliminar expuesto en los estudios de caso aportando nuevos elementos de discusión. Se trata de encontrar correlaciones estadísticas que apoyen la existencia de un vínculo causal entre las variaciones de la regulación como causa o variable explicativa y las variaciones de las distintas partidas de inversión como efectos o variables dependientes, descontando el efecto de otras variables de control que puedan estar jugando un papel determinante en la conformación de los flujos de inversión. Este análisis aborda la misma cuestión que el análisis preliminar anterior, pero considerando un número muy superior de variables de control y utilizando para ello las herramientas que proporciona la econometría, lo que facilita el tratamiento sistemático de un mayor volumen de información. Los análisis preliminares expuestos en los estudios de caso de Brasil y Perú, por un lado, y el análisis econométrico comparado de ambas experiencias por el otro sugieren dos diagnósticos diferenciados. La consistencia entre ambos será discutida en el capítulo final de conclusiones y constituirá un indicativo de la robustez de los indicios de eficacia encontrados.

A modo de complemento se analiza también, aunque con mucha menor profundidad, la posible incidencia de la regulación sobre los problemas y riesgos que justifican su instauración en los ámbitos monetarios, cambiario y de riesgos financieros. Para ello, en los estudios de caso se lleva a cabo un análisis preliminar de variables relevantes, analizando de manera visual en qué medida el comportamiento de la variable sometida a estudio -tipo de cambio, crédito, revalorización bursátil- se comporta de forma coherente con los objetivos de la regulación a medida que ésta se intensifica. Adicionalmente, se discutirá también en qué medida la contribución de los flujos de capital a los riesgos y problemas que justificaron su instauración podría haber variado como consecuencia de los cambios atribuibles a la regulación en el volumen y composición de los flujos.

En Islandia, dado que la regulación es una restricción administrativa total de gran cobertura, el análisis de eficacia consiste en averiguar si los datos de la balanza de pagos sugieren la desaparición drástica de casi todas las transacciones de cuenta

financiera no conectadas con la cuenta corriente. Este diagnóstico es relativamente sencillo a partir de un análisis visual de los datos de la balanza de pagos. La econometría no aporta mayor capacidad de juicio sobre esta cuestión, pues solamente es útil cuando las variables que se sospecha puedan estar relacionadas causalmente toman valores distintos a lo largo del tiempo, de forma que pudieran quizá detectarse correlaciones estadísticas entre las variaciones de dichas variables. No es el caso de Islandia, donde la regulación o es inexistente o alcanza su nivel de intensidad máxima prácticamente desde su instauración, sin más variaciones de intensidad, lo que justifica que la herramienta econométrica no se utilice.

Dado que el diagnóstico de eficacia es considerablemente menos complejo en el caso de Islandia que en las otras dos experiencias analizadas, la atención principal del análisis en esta tercera experiencia estará en los efectos que podrían razonablemente atribuirse a la regulación más allá de los flujos de capital, es decir, en el desempeño de la economía islandesa durante su recuperación tras el colapso bancario de 2008.

Como último apunte respecto al ámbito de análisis de la eficacia de la regulación, cabe destacar que la literatura previa que ha analizado esta cuestión en los casos de Brasil, Perú e Islandia será un importante elemento de contraste, sobre todo para los efectos estudiados con detalle sobre el volumen y composición de los flujos, pero también para los efectos sobre otras variables como el tipo de cambio o el precio de los activos.

4.1.5. Factores explicativos del grado de eficacia detectado

El último ámbito que será objeto de estudio en cada uno de los tres casos analizados es el de los motivos que parecen explicar por qué la regulación muestra el grado de eficacia que se ha detectado en la presente investigación. Habría al menos tres explicaciones inmediatas de que una medida de regulación de flujos de capital no consiga los efectos que pretende. En primer lugar puede que no se logre el efecto deseado simplemente porque la intensidad de la medida no basta para desincentivar el comportamiento al que la regulación trataba de afectar, es decir, que la regulación sea excesivamente tímida. En segundo lugar, puede que la medida logre desincentivar la conducta que pretendía pero que surja otra distinta, fuera del ámbito de acción de la regulación pero completamente legal, que suponga de nuevo efectos negativos, ya sean los mismos que la conducta inicial u otros distintos. Se diría entonces que la regulación habría sido sorteada. Por último, puede haber casos de evasión, un término que no tiene una definición uniformemente aceptada pero que se utiliza aquí en el sentido de establecimiento de un circuito inversor al margen de la ley para evitar el

coste que supone una determinada medida de regulación.

Como una cuestión descriptiva previa y para complementar el diagnóstico de eficacia, sería necesario discutir en cuál de las tres situaciones mencionadas -intensidad insuficiente, regulación sorteada o regulación evadida- encajan las medidas de regulación que parecen no haber sido completamente eficaces. Una vez hecho esto, cabe buscar explicaciones que ayuden a entender el grado de eficacia detectado, sea cual sea éste. La revisión de literatura junto con el propio proceso de investigación han permitido conformar una relación de ámbitos que parecen relevantes en este sentido, y que se detallan aquí ordenados desde el más inmediato hasta el que constituiría una causa más profunda.

En primer lugar, hay que atender al tipo de medidas aplicadas, tanto en cuanto a su intensidad -cómo de restrictiva es una medida administrativa y cómo de fuerte es el desincentivo que supone una determinada medida de precios- como en cuanto a su cobertura -si se dirigen a transacciones muy específicas o afectan a un espectro amplio de flujos sin discriminación alguna en función de su plazo de vencimiento, por ejemplo-. También es importante la diversidad de medidas adoptadas dentro del marco regulador.

En segundo lugar, es relevante atender a la capacidad de adaptación de la regulación a lo largo del tiempo para afrontar los nuevos retos que plantea constantemente la inversión entrante cuando varía su perfil, ya sea por motivos exógenos o quizá por los incentivos que traslada la propia regulación en vigor. En tercer lugar, es necesario fijarse en la implicación y coordinación de las distintas instituciones competentes en materia de regulación, un elemento clave para entender en su contexto la lógica que subyace a la sucesión de cambios de regulación registrados a lo largo del periodo analizado.

En cuarto lugar, puede ser también un factor explicativo relevante de la regulación aplicada el marco legal al que están sujetas las autoridades, tanto interna como externamente, pues constituye una fuente potencial de restricciones para adoptar medidas de regulación sobre los flujos de capital. En quinto lugar, cabe aludir a distintos factores institucionales como la experiencia previa en la regulación por parte de las instituciones, y también las capacidades humanas y técnicas disponibles para las tareas de seguimiento de los flujos de inversión y de los mercados financieros, para el diseño de eventuales políticas de regulación y para su posterior aplicación.

En sexto y último lugar, y como causa más profunda del marco regulador analizado,

puede ser interesante atender a la actitud tanto de las instituciones como de la sociedad hacia la regulación en general, hacia determinadas herramientas concretas de regulación como por ejemplo los impuestos o hacia la inversión extranjera entrante.

Las seis dimensiones de análisis mencionadas parecen las más relevantes para realizar la comparación de las experiencias analizadas, pero lógicamente la importancia de cada una de ellas será distinta en cada uno de los análisis de caso individual. Además, hay que señalar que el detalle con el que se abordará cada uno de estos ámbitos es inevitablemente menor en aquellos que aluden a causas más profundas. Dado que este trabajo se centra en el ámbito económico, no puede mantenerse la misma profundidad en el análisis al tratar cuestiones cada vez más amplias de las economías analizadas, y que requerirían para un análisis completo una perspectiva interdisciplinar incluyendo distintos ámbitos de ciencia política y sociológica, así como de historia. A pesar de todo, la inclusión de estos factores causales más profundos en la discusión, aunque sea a título más bien ilustrativo, parece necesaria para ofrecer una visión lo más completa posible del objeto sometido a estudio, algo que se ha visto corroborado a lo largo de la investigación.

4.2. Algunas cuestiones previas sobre el mercado de divisas

4.2.1. La compra de divisas

En los análisis de caso que siguen se alude en numerosas ocasiones a la operación de “compra de divisas” asociada a un inversor que desea invertir en una economía adquiriendo activos denominados en la divisa correspondiente. Por lo tanto, la compra de divisas se trata como una operación previa a la inversión, que proporciona el medio de pago con el que posteriormente adquirir los activos en los que se invierte.

Cabe hacer dos precisiones respecto a esta cuestión. En primer lugar, toda compra de divisas por parte de algún agente consiste en la adquisición de algún activo denominado en una determinada divisa que ha sido emitido por otro agente, muy habitualmente una entidad financiera residente en el país al que corresponde la divisa en cuestión. El ejemplo más simple de la compra de divisas sería la adquisición de un depósito bancario denominado en la divisa que “se adquiere”. Eso significa que no existen divisas al margen de los activos en ellas denominadas ni de los pasivos correspondientes que suponen para quienes emiten estos activos. En segundo lugar, el inversor no adquiere normalmente las divisas por sí mismo sino con la intermediación de entidades financieras. Este papel normalmente lo cumple el banco

del inversor en su país de origen.

Por lo tanto, cuando se alude a la compra de divisas por parte de un inversor, deberá sobreentenderse que el inversor, normalmente con la intermediación de alguna entidad financiera de su propio país, está adquiriendo activos denominados en la divisa en cuestión, como por ejemplo depósitos bancarios emitidos por otra entidad bancaria en otro país. La claridad y la brevedad de la exposición recomiendan no señalar este hecho continuamente, pero ello no debe servir para olvidar el imprescindible papel que juegan las entidades financieras para que las transacciones que se denominan flujos de capital sean posibles y constituyan un fenómeno económico de gran relevancia.

4.2.2. Derivados de tipo de cambio: principales rasgos

Los instrumentos derivados “*son contratos cuyo valor es función de otra variable denominada subyacente*” (Vilariño et al., 2008, p. 22). Son de especial interés para la presente investigación los derivados cuyo subyacente es el precio de una divisa respecto a otra, denominados genéricamente “derivados sobre divisas” o “derivados sobre tipos de cambio”. Más concretamente la atención se centra en las operaciones a plazo o *forward*, que son compraventas de divisas a liquidar en una fecha futura pero con un precio fijado en la fecha de contratación. Así, un *forward* sobre una divisa -que es el activo subyacente- es un contrato por el cual una parte -el vendedor- acuerda entregar a otra parte -el comprador- en una fecha futura pactada una cantidad de la divisa subyacente -“importe nocional” del contrato- a un tipo de cambio pactado que se denomina tipo de cambio a plazo o tipo *forward* (Vilariño et al., 2008, p. 23).

Los contratos *forward* de divisas son uno de los derivados financieros más utilizados en cualquier economía, pues las coberturas de riesgo de cambio que permiten los convierten en muy útiles para el sector del comercio exterior, que siempre tiene cierto dinamismo independientemente del desarrollo de los mercados financieros de ese país. Estos contratos empiezan a proliferar en los años 90 teniendo como subyacente el precio de las divisas de América Latina respecto a divisas más fuertes como el dólar norteamericano (en lo sucesivo USD por su identificador estándar internacional). Su utilidad se deriva de la importante afluencia inversora hacia esos países por parte de empresas de países desarrollados -a consecuencia de procesos de liberalización de los flujos de capital y privatización de empresas anteriormente públicas- que desean cubrirse del riesgo cambiario en contextos en que las modificaciones de los precios relativos de las divisas son percibidas como relativamente habituales (Lipscomb, 2005, pp. 2–3).

Los *forward* sobre divisas pueden ser negociados en mercados denominados “no organizados” o mercados *over the counter* (OTC) en los que el comprador y el vendedor pactan de forma privada las condiciones particulares del contrato que suscriben, que es por lo tanto “a la medida” de las partes. Los mercados OTC no cuentan con una Bolsa de Derivados, lo que conlleva la inexistencia de mecanismos de compensación y liquidación de las operaciones o de exigencia automática de garantías a los agentes que participan en él (Vilariño et al., 2008, n. 3). En general, los mercados OTC carecen también de plataformas de registro de operaciones, con lo que la información disponible para las autoridades reguladoras respecto a lo que en ellos ocurre suele ser bastante escasa, limitándose a la que proporcionan los bancos y otras empresas financieras respecto a número de operaciones efectuadas y volumen agregado de las mismas.

Existen también mercados organizados de *forward* de divisas, en los que estos contratos se denominan “futuros” sobre divisas. A diferencia de los mercados OTC, los mercados organizados son Bolsas de Derivados, donde se exige autorización previa a todos los participantes y también la aportación de garantías que permitan cubrir posibles incumplimientos en las liquidaciones de los contratos, lo que elimina los riesgos para los participantes. Además, los futuros son contratos estándar, no confeccionados uno a uno a medida de las partes, lo que hace que el mercado sea muy líquido, pues existe un mercado secundario en el que se pueden comprar y vender futuros en cualquier momento de la vida de estos contratos, algo que no ocurre con los *forward* negociados OTC. Los mercados organizados también suponen ventajas para las autoridades reguladoras, pues son mucho menos opacos que los mercados OTC y es posible, al menos en principio, conocer todas y cada una de las operaciones que en ellos tienen lugar (Lipscomb, 2005, p. 3).

Los *forward* o futuros sobre divisas pueden pactarse “con entrega” (*delivery*), si se intercambian íntegramente los importes de divisas pactados al vencimiento del mismo, o bien “sin entrega” (*non delivery*), cuya liquidación se hace sin intercambiar los importes pactados, sino mediante un único pago de una de las partes a la otra. La parte que paga es la parte considerada perdedora en el momento del vencimiento, porque el tipo de cambio a plazo pactado en el contrato le perjudica en comparación con el tipo de cambio al contado en la fecha de vencimiento de dicho contrato.

Los derivados pueden negociarse en mercados *onshore* y mercados *offshore*. A efectos de los contratos derivados que tienen como subyacente el precio de la divisa de un país emergente respecto al USD, suele denominarse mercado *onshore* al que se encuentra bajo la jurisdicción del país emergente en cuestión, y mercado *offshore* al

que se encuentra fuera de ella, por ejemplo en un centro financiero internacional como Nueva York o Londres.

Una última cuestión que conviene clarificar es el cómputo de las transacciones internacionales de derivados sobre el tipo de cambio en la balanza de pagos, concretamente cuando los contratos a plazo se negocian sin entrega (International Monetary Fund, 2011b, pp. 137–138). En el momento de la contratación del derivado únicamente podría haber alguna transacción por los márgenes de garantía aportados por las partes, si existen, que se computarían normalmente como depósitos bancarios en la partida de otras inversiones. Los cambios en el valor del derivado durante la vida del contrato (entre su contratación y su liquidación) son función de los movimientos del tipo de cambio y no suponen transacción alguna computada en la balanza de pagos, ni por lo tanto variación del stock de activos y pasivos de los países de residencia de las dos partes del contrato. Sin embargo, las modificaciones en el valor del derivado inducen cambios en la Posición Inversora Internacional de dichos países porque la valoración del stock de activos y pasivos con el resto del mundo se modifica.

El único apunte contable en la partida de derivados de la Balanza de Pagos surge de la liquidación del contrato, y es igual a la diferencia entre el tipo de cambio pactado en el contrato y el tipo de cambio al contado en la fecha de vencimiento de éste, multiplicada por el importe nocional del contrato. La liquidación del derivado supone un flujo bruto de entrada negativo para la parte que paga, pues al pagar cancela un pasivo exterior, y un flujo bruto de salida también negativo para la parte que cobra, pues al hacerlo está desapareciendo un activo exterior que tenía con el resto del mundo.

La cuestión relevante respecto al comercio internacional de *forward* o futuros *non delivery* sobre el tipo de cambio es que el impacto contable de estas transacciones en la balanza de pagos proviene únicamente de su liquidación, y en cuanto a la partida contable de derivados el efecto es probablemente muy inferior al que supone el importe nocional pactado como referencia en el contrato.

4.2.3. Utilidad de los contratos futuros

Hay tres utilidades genéricas para los derivados sobre el tipo de cambio. La primera es la cobertura del riesgo cambiario, muy utilizada en los ámbitos del comercio internacional tanto de bienes como de activos financieros, pues la compra o venta de divisas a plazo permite asegurarse contra posibles movimientos indeseados en el

precio de las divisas. La segunda utilidad es la especulación, pues la compraventa de divisas a plazo, cuando no se pretende con ello cubrir un riesgo cambiario, constituye una apuesta sobre el comportamiento de la divisa subyacente. Por último, el derivado sobre el tipo de cambio puede permitir cerrar operaciones de arbitraje, que se definen como aquellas que proporcionan beneficios libres de riesgo. El arbitraje constituye habitualmente un potente factor explicativo del comercio de derivados en los mercados emergentes (Committee on the Global Financial System, 2009, p. 79).

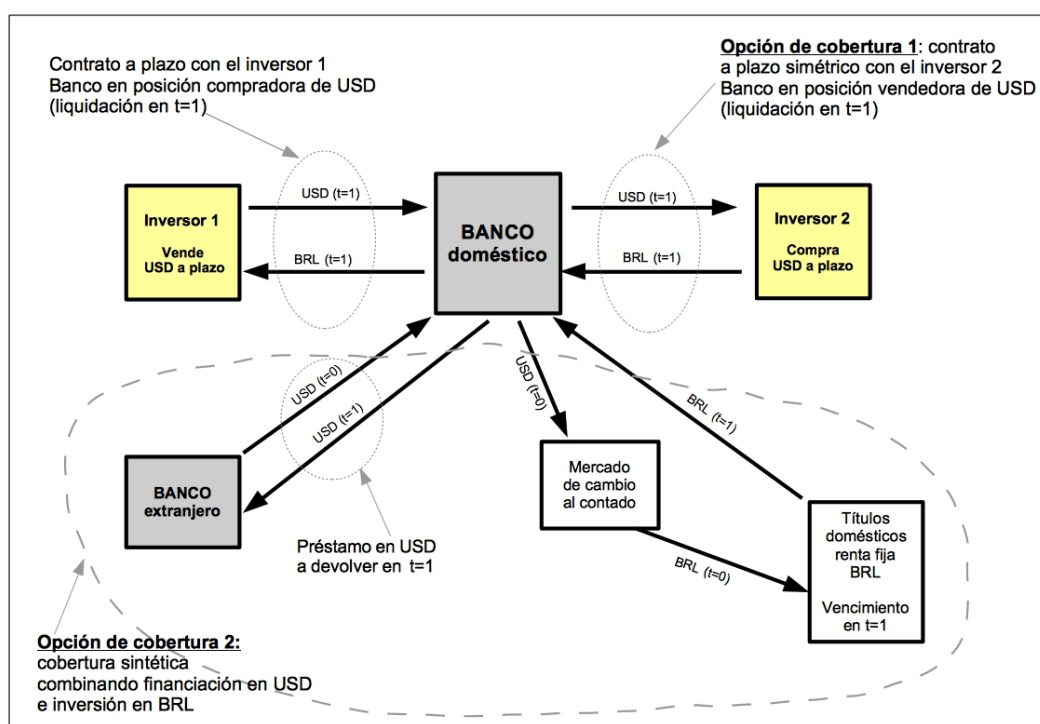
Es especialmente relevante para el presente análisis una operación que llevan a cabo los bancos involucrando contratos futuros sobre divisas, que permite realizar simultáneamente una cobertura de riesgo de cambio y una operación de arbitraje. Se desarrolla de la siguiente forma. Cada operación cambiaria tanto al contado como a plazo incide en la posición de cambio del banco, la cual mide el desequilibrio existente en el balance entre activos y pasivos denominados en cada divisa. Si el desequilibrio con respecto a una divisa es nulo la posición de cambio se considera cerrada en esa divisa, y en caso contrario está abierta, lo que supone un riesgo de cambio pues una variación del tipo de cambio afectaría de forma distinta al activo y al pasivo de la entidad, lo que puede suponer dificultades para cumplir con los pagos comprometidos. Las posiciones abiertas son habituales, si bien la regulación prudencial suele desincentivar los desequilibrios excesivos y para evitarlos los bancos tratan de compensar, en términos agregados para cada divisa, todas sus operaciones de compra y venta de divisas tanto al contado como a plazo.

El banco que ha contratado un derivado de divisas tiene dos formas de compensar esa transacción a fin de lograr una posición cerrada de cambio: contratar un derivado simétrico o realizar una cobertura sintética (Vilariño, 2014). Vale la pena detallar en qué consisten estas dos opciones utilizando como ejemplo una dinámica real de inversión que ha adquirido gran relevancia en Brasil, una de las experiencias de regulación que se somete a estudio, en los periodos de gran afluencia inversora desde el exterior. En este esquema, un banco doméstico brasileño contrata un futuro BRL/USD (BRL es el identificador internacional del real brasileño) en posición compradora de USD. Su contraparte será típicamente un inversor extranjero que contrata un futuro BRL/USD en posición vendedora de USD, lo que le permite bien cerrar una posición simétrica abierta en un mercado de futuros *offshore* o bien apostar a la apreciación del BRL frente al USD.

La primera opción que tiene el banco para cerrar su posición de cambio es contratar un futuro simétrico, es decir, como vendedor de USD a plazo, lo que requiere encontrar un agente interesado en recibir USD a plazo a cambio de BRL (figura 4.1).

Los inversores no residentes que han comprado moneda local para adquirir títulos de renta fija o variable y desean cubrir su riesgo de tipo de cambio son una buena opción. Estos agentes compran USD a plazo a cambio de los BRL que obtendrán con sus inversiones en el país y así saben con certeza, más allá del riesgo que supone la inversión en sí, con cuántos dólares saldrán del país una vez que su inversión en moneda doméstica alcance el vencimiento. El banco que logre contratar un futuro BRL/USD en posición vendedora de USD con uno de estos inversores habría logrado así cubrir su posición de cambio ocupando posiciones opuestas en dos contratos idénticos, es decir, firmando dos contratos simétricos.

Figura 4.1. Cobertura de riesgo de cambio para compra de divisas a plazo



Fuente: elaboración propia

La segunda opción para cerrar la posición de cambio es la llamada cobertura sintética, o futuro sintético de cobertura. En este caso lo que intenta el banco es llevar a cabo una serie de operaciones que supongan, en conjunto, unos flujos futuros esperados y comprometidos tanto en BRL como USD que sean similares a los que surgirían de una cobertura con un futuro en posición vendedora de USD como el descrito en la primera opción. En virtud del futuro en posición de comprador que ha firmado con el inversor extranjero, cuando llegue la fecha de liquidación del contrato el banco deberá entregar

BRL y espera recibir USD. La cobertura sintética de esta operación debe permitir al banco lo contrario: recibir a futuro BRL y entregar USD, es decir, lo mismo que un futuro en posición vendedora de USD. Para llevar a cabo la cobertura sintética, el banco se financia en USD, adquiere después BRL en el mercado de cambio al contado y, por último, invierte los BRL en títulos domésticos. Suponiendo que el plazo de vencimiento es el mismo para el contrato futuro, la financiación solicitada en USD y la inversión realizada en BRL, al llegar dicho vencimiento el banco recibe los BRL de su inversión y los entrega al inversor extranjero en virtud del contrato futuro. De ese inversor recibe USD con los que devuelve la deuda que contrajo en esa divisa.

La cobertura sintética es más costosa para el banco que la cobertura mediante un contrato futuro simétrico porque implica más operaciones y por lo tanto más gastos de intermediación, además de que complica la gestión de la posición de cambio porque obliga a tener en cuenta plazos de vencimiento de muchas más operaciones, que en general serán más difíciles de casar que las de los contratos futuros simétricos. Además, la cobertura sintética comporta un riesgo, asociado a la inversión en BRL. Pero en cuanto a la cobertura de riesgo de cambio, el resultado de la cobertura sintética es el mismo que el de la cobertura mediante futuro simétrico: la ausencia de riesgo de cambio para el banco. La explicación realizada es muy simplista, porque da a entender que cada contrato derivado se empareja con una operación de cobertura de forma individual, cuando en realidad el banco gestiona su posición de cambio de forma agregada.

En ocasiones, el banco puede plantear el contrato futuro sobre el BRL/USD en posición compradora de USD junto con la correspondiente cobertura sintética como una única operación financiera que no supone riesgo de cambio y puede sin embargo reportar beneficios libres de riesgo, al menos en cuanto al riesgo cambiario. Es lo que se llama una operación de arbitraje. La existencia de una oportunidad de arbitraje en el ejemplo desarrollado en este epígrafe dependería de cuatro variables: el precio al que se negocien los futuros BRL/USD, el coste que para el banco tenga la financiación en USD, el tipo de cambio BRL/USD al contado y, por último, la rentabilidad que dicha entidad pueda obtener invirtiendo BRL en el mercado doméstico al plazo marcado por el futuro BRL/USD.

La oportunidad de arbitraje puede ser momentánea, al derivar de una relación entre las variables mencionadas que desaparece fruto de la propia actividad de arbitraje del banco. En ese caso podría decirse que es el banco el que, al aprovechar la oportunidad de arbitraje disponible, la hace desaparecer alterando los tipos de cambio al contado o a plazo, el coste de la financiación o la rentabilidad de la inversión. Si los

mercados no son demasiado líquidos o hay segmentos del mercado financiero vedados a algunos actores, puede ser que la posibilidad de arbitraje se mantenga, aunque eso querrá decir también que será difícil sacar provecho de ella.

Otro motivo que puede hacer que la oportunidad de arbitraje se mantenga es una fuerte expectativa de apreciación de la divisa de la economía receptora, en el ejemplo expuesto el BRL, que sostendría una fuerte y continuada oferta de divisas a plazo a cambio de BRL. En ese caso, aunque los mercados sean bastante líquidos y accesibles a todos los actores es posible que se mantenga una pequeña oportunidad de beneficio para cada operación individual de arbitraje por la constante presión al alza de la oferta de divisas a plazo. Cuando eso sucede, las entidades financieras domésticas pueden lograr cerrar muchas operaciones de arbitraje logrando un beneficio agregado que puede ser muy relevante.

CAPÍTULO 5. ESTUDIO DE CASO: BRASIL

5.1. Contexto económico

Brasil sigue durante los años sesenta y setenta un modelo económico desarrollista fuertemente influido por la CEPAL (Medialdea, 2012; Paula, 2011, p. 28), logrando elevadas tasas de crecimiento real y con una importante aportación de financiación neta externa (tabla 5.1), que alcanza volúmenes superiores al 4% del PIB en 8 de los años del periodo 1962-1980.⁴⁶

Tras la década de los ochenta, marcada por la crisis de la deuda, un crecimiento muy volátil y gran inestabilidad en los precios, llegan a Brasil las reformas del consenso de Washington en los noventa (Medialdea, 2010, chap. 7; Paula, 2011, p. 29). Con el propósito último de transformar a Brasil en un país emergente atractivo para los capitales extranjeros, se profundiza la liberalización comercial ya iniciada en los ochenta, se acomete la liberalización financiera y se inicia la privatización de empresas públicas. La estabilización centra también la atención de las instituciones, y para ello se pone en marcha el “Plan Real” de 1994, combinando altos tipos de interés con un tipo de cambio fijo -aunque ajustable- que debe transmitir confianza en la política monetaria y fiscal del Gobierno y suponer un ancla que permita estabilizar la inflación.

Sin embargo, la estabilización de precios es solo parcial y persisten los desequilibrios externos que ya minaron la estrategia de sustitución de importaciones décadas atrás. El tipo de cambio fijo es objeto de numerosos ataques especulativos (Paula, 2011, pp. 41–42), y en 1999 finalmente la divisa brasileña se deja flotar libremente, lo que provoca inicialmente una fortísima devaluación y supone el inicio de una nueva senda de gestión macroeconómica para Brasil, que adopta formalmente un tipo de cambio flexible y una política monetaria guiada por un objetivo de inflación (Paula, 2011, p. 30).

46 Este estudio de caso se ha nutrido en gran medida de las opiniones recogidas en las 19 entrevistas realizadas presencialmente en Brasilia, São Paulo, Rio de Janeiro y Campinas entre febrero y abril de 2014, así como a través del correo electrónico en los meses posteriores (véase el listado de personas entrevistadas en el anexo IV). Los razonamientos expuestos en este documento son por completo responsabilidad del autor, así como los errores e inexactitudes que se hayan podido cometer.

La década de los 2000 es para Brasil muy positiva económicamente, caracterizada por la estabilidad macroeconómica y la mejora del nivel de vida de la población (International Monetary Fund, 2012d, p. 4). Tras unos primeros años de crecimiento irregular dominados por unos flujos de capital cambiantes y un patrón de política económica muy procíclico (Pires de Souza y Cardim de Carvalho, 2011), llega el periodo 2004-2008, muy positivo para los países exportadores de materias primas, en el que el PIB real brasileño crece a un ritmo medio del 4,81% anual (World Bank, n.d.) y se logra un superávit fiscal primario del 3,6% del PIB en promedio. La deuda se reduce entre 2002 y 2008 del 60% del PIB a menos del 40% del PIB.

Tabla 5.1. Brasil (1962-2013): indicadores macroeconómicos

	1962-1980	1981-1992	1993-2003	2004-2013
PIB real (% crecimiento promedio anual)	7,24	1,92	2,48	3,51
Cuenta financiera neta (flujo promedio anual en % PIB)	3,18	1,8	2,83	2,72
Índice General de Precios (% crecimiento promedio anual)	37,48	364,95	92,95	6,26

Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil y Banco Mundial (véase el anexo II para más detalles)

La dura política monetaria junto con las buenas perspectivas económicas atraen fuertes flujos de inversión, que junto a las exportaciones de productos primarios y a la incipiente demanda de consumo sustentada por el crédito a la clase media en expansión constituyen los principales motores de crecimiento (Paula, 2011, pp. 54–56). La fuerte demanda de productos brasileños provoca una fuerte apreciación del BRL, a pesar de la intensa acumulación de reservas que tiene lugar entre 2004 y 2007 (International Monetary Fund, 2012d, p. 73). La apreciación cambiaria ayuda a estabilizar y reducir notablemente la inflación, que alcanzaba cifras superiores al 16% interanual a mediados de 2003 para situarse desde 2004 con valores entre el 4% y el 7% (Banco Central do Brasil).

El sostenido crecimiento económico y las políticas sociales de los Gobiernos de Lula da Silva permiten mejoras sustanciales de los indicadores de pobreza y desigualdad a lo largo de los 2000. En el periodo 2003-2009 la tasa de pobreza absoluta desciende del 11% al 6% y el índice de Gini de 58,78 a 54,69 (World Bank, n.d.), pero Brasil es aún la quinta economía con más desigualdad de renta de entre los países para los que

existen datos entre 2003 y 2009. La pobreza pero sobre todo la desigualdad constituyen problemas estructurales aún no resueltos (Medialdea, 2012), con importantísimas consecuencias sociales pero también económicas, por ejemplo la escasez histórica de ahorro e inversión y la dependencia de la demanda de consumo con respecto al crédito.

En 2008 y 2009 Brasil sufre los efectos de la crisis financiera internacional de forma moderada, tanto por sus buenas condiciones de partida -reducida deuda, superávit fiscal mantenido en los años anteriores, abundancia de reservas- como por las políticas contracíclicas aplicadas (Paula, 2011, p. 64; Pereira da Silva y Harris, 2012). El atractivo de Brasil como destino inversor hace que tanto en el episodio de afluencia inversora previo a Lehman Brothers como en el que se inicia en 2010 los flujos entrantes supongan retos importantes para la gestión macroeconómica, siendo en consecuencia su regulación entre 2006 y 2013 una política pública relevante.

5.2. Flujos de capital hacia Brasil entre 2006 y 2013

5.2.1. Los mercados de capital en Brasil

El mercado de capitales de Brasil es uno de los más dinámicos de América Latina y tiene una tradición de inversión a corto plazo, lo que es un síntoma de su pasado de alta inflación (International Monetary Fund, 2012f, p. 38; Park, 2012). Los inversores extranjeros dominan el mercado de renta variable y muestran interés también por los títulos de deuda pública, especialmente de vencimiento inferior a tres años. Destaca también una presencia pública muy importante en el sector bancario, constituyendo los bancos públicos el 40% del sector por valor de activos, y el crédito subsidiado por el Estado el 35% del crédito total (International Monetary Fund, 2013a, p. 12).

Las responsabilidades en materia de regulación de los mercados financieros están repartidas. El Gobierno, a través de su Ministerio de Economía, maneja las herramientas impositivas sobre las transacciones financieras. El Banco Central es el encargado de la política cambiaria y monetaria, así como de la regulación prudencial de las entidades financieras. El Consejo Monetario Nacional es el órgano superior del Sistema Financiero Nacional, está presidido por el Ministro de Economía y cuenta también con la presencia del Ministro de Planificación, Presupuesto y Gestión y del Presidente del Banco Central (International Monetary Fund, 2013a, p. 29). Este Consejo tiene el mandato legal de velar por la estabilidad del conjunto del sistema financiero, siendo la instancia de coordinación para las políticas impositiva, monetaria,

macro y microprudencial que afectan al sistema financiero. También promulga medidas de regulación administrativa genérica que afecta a los mercados financieros y elabora las directrices generales para las políticas que después deben aplicar el Banco Central y la Comisión del Mercado de Valores.

5.2.2. El mercado cambiario al contado y a plazo

En Brasil no está permitido, salvo excepciones poco importantes, utilizar moneda extranjera. Eso supone que todo inversor que desee adquirir activos emitidos en Brasil debe primero comprar moneda brasileña (Prates y Fritz, 2013, p. 17; Rossi, 2011, p. 4). Esta operación exige la formalización de un “contrato de cambio” que queda registrado en el Banco Central y que recoge los datos del inversor extranjero, del uso que éste le va a dar a la moneda brasileña adquirida, y también del actor doméstico que le proporciona dicha moneda, que por ley puede ser únicamente un banco doméstico con autorización expresa por parte del Banco Central (Carneiro y Rossi, 2012, p. 8; Rossi, 2011, p. 4).

El mercado de cambio a plazo doméstico, por el contrario, está abierto a todos los actores domésticos brasileños, no solo los bancos (Rossi, 2011, pp. 13–14), y de hecho las empresas no financieras brasileñas son muy activas en él. Los inversores no residentes, desde su cuenta de inversión registrada en el Banco Central, acceden también a este mercado sin restricciones desde 2000 (Dodd y Griffith-Jones, 2007, p. 35; Prates, 2009, p. 308; Prates y Fritz, 2013, p. 17). Son especialmente relevantes para el presente análisis los *forward* sobre el tipo de cambio BRL/USD, que son casi en su totalidad futuros sobre el tipo de cambio por negociarse en mercados organizados (Prates, 2009, p. 308). La gran mayoría de estos contratos se negocia sin entrega, denominándose por lo tanto *non delivery futures* o futuros sin entrega.

El carácter abierto y organizado del mercado de derivados doméstico o *on-shore* le hace ser más líquido que el mercado cambiario al contado. De hecho, constituye el centro de la actividad cambiaria en Brasil (Rossi, 2011, p. 13,15) y para algunos autores el tipo de cambio futuro habitualmente afecta al tipo de cambio al contado en mayor medida que a la inversa (Dodd y Griffith-Jones, 2007, p. 21; Ventura y Garcia, 2012). En Brasil la relevancia del comercio de futuros de tipo de cambio está muy por encima de la media, pues su mercado de derivados sobre el tipo de cambio es el más líquido y profundo de todos los mercados organizados de países emergentes (Prates, 2009, p. 308), y el mercado no doméstico (*off-shore*) de este tipo de contratos es el segundo más importante del mundo solo por detrás del mercado de derivados sobre la

divisa de Corea del Sur (Lipscomb, 2005, p. 4).

Probablemente el pasado reciente de fuerte y sostenida inflación, con incrementos interanuales de precios por encima del 100% todos los años menos uno entre 1981 y 1994, ayuda a comprender la importancia de este mercado (Dodd y Griffith-Jones, 2007, p. 29), pues a él acuden los agentes, entre otras opciones, para cubrirse del riesgo de depreciación de la divisa. Pero la facilidad de acceso y su liquidez le otorgan al mismo tiempo un gran atractivo para los inversores extranjeros, de forma que cobra una extraordinaria importancia para la dinámica de flujos entrantes de capital.

Una última particularidad del mercado de derivados de tipo de cambio en Brasil es su transparencia. No solamente la mayor parte de las transacciones se realizan en mercados organizados, siendo por lo tanto posible para las autoridades conocer bien a los participantes en el mercado y las operaciones que llevan a cabo, sino que desde 2001 también los contratos fuera del mercado organizado -negociados en mercados no organizados denominados OTC (*over the counter*)- deben obligatoriamente registrarse en alguna de las dos plataformas autorizadas para ello, BM/F o CETIP, si quieren tener validez legal (Banco Central do Brasil, 2010, p. 34; Dodd y Griffith-Jones, 2007, p. 21; Rossi, 2011, p. 13).⁴⁷

5.2.3. Descripción de los flujos entrantes de inversión entre 2006 y 2013

El análisis se centra en el periodo comprendido entre 2006 y 2013, una época de auge inversor común a todos los países emergentes (Lund et al., 2013, p. 35), con una fuerte interrupción desde finales de 2008 hasta marzo de 2009 por la desconfianza posterior al colapso de Lehman Brothers. La afluencia neta anual de inversión hacia Brasil alcanza niveles de entre el 4% y el 6% del PIB, entre las más altas históricamente junto con algunos años de la década de los setenta (Banco Central do Brasil, n.d.).

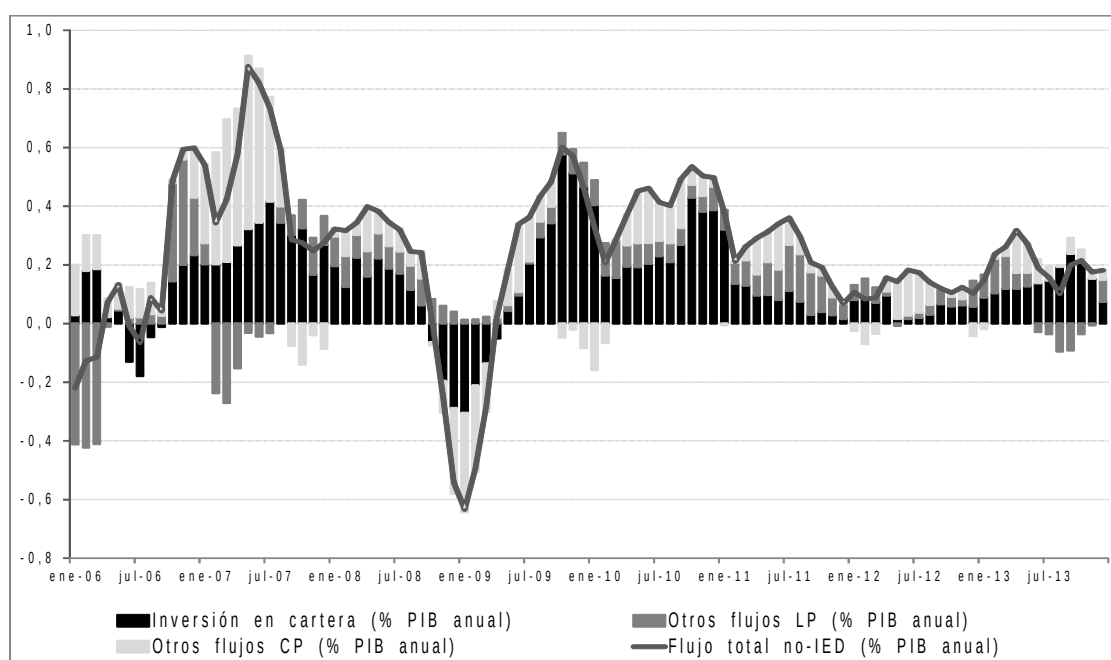
En cuanto a los flujos brutos de entrada en los que se centra el análisis, pueden distinguirse tres etapas en la afluencia de inversión distinta de IED en el periodo analizado, considerando datos mensuales como promedio móvil de cuatro meses (gráfico 5.1). La primera transcurre entre septiembre de 2006 y marzo de 2009, con un auge inversor especialmente intenso entre marzo y julio de 2007. En agosto de 2007 la inversión entrante en Brasil sufre un importantísimo retroceso, fruto probablemente de

⁴⁷ BM&F ("Bolsa de Mercadorias e Futuros") es el principal mercado de futuros sobre tipo de cambio, pero admite también el registro de operaciones OTC. CETIP ("Central de Títulos Privados") es una entidad de custodia de títulos a través de la que entran en contacto clientes e intermediarios del mercado de derivados OTC, y fue creada por el Consejo Monetario Nacional en 1984 (Dodd and Griffith-Jones, 2007, p. 47).

que en ese mes se hacen patentes los problemas del mercado hipotecario estadounidense y de las primeras entidades europeas conectadas a él. Tras un breve periodo de estabilización, los flujos se colapsan a partir de octubre de 2008 como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, habiendo flujos entrantes totales distintos a la IED negativos entre diciembre de 2008 y marzo de 2009.

En abril de 2009 se inicia la segunda etapa, un nuevo auge inversor que, con oscilaciones y volúmenes máximos inferiores a los del periodo anterior, se prolonga hasta diciembre de 2011, mes en el que finaliza la intensa caída de la inversión que se inicia en julio de 2011 a raíz de la desconfianza de los inversores fruto de la crisis de deuda soberana en la zona euro. En enero de 2012 comienza la última fase de inversión del periodo analizado, que se prolonga hasta diciembre de 2013 con valores de flujos entrantes también oscilantes y menores en magnitud que en los dos periodos de auge anteriores.

Gráfico 5.1. Brasil (2006-2013): flujos brutos entrantes de capital distintos a la IED (datos en promedios móviles de cuatro meses)



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil (véase el anexo II para más detalles)

El principal factor impulsor de la inversión entrante entre 2006 y 2013 sería el elevado diferencial de rentabilidades que mantiene Brasil con el exterior, algo común a todos los países emergentes en esta época (Prates y Fritz, 2013, p. 9), pero de especial

relevancia en Brasil por sus particularmente altos tipos de interés (International Monetary Fund, 2011c, p. 58).⁴⁸ Por otra parte, tanto el IMF (2013a, p. 8, 2012d, p. 73, 2011c, p. 58) como el Banco Central de Brasil mediante los trabajos de Pereira da Silva y Harris (2012, p. 19) y Soares Sales y Blanco Barroso (2012, pp. 5–6) destacan la capacidad explicativa de la elevada liquidez internacional, pero también señalan otros factores específicos de Brasil que serían relevantes para atraer la inversión internacional, como sus buenas perspectivas de crecimiento, la profundidad de sus mercados financieros -en ocasiones nombrando específicamente la liquidez de su mercado de futuros-, su estabilidad macroeconómica o la buena recuperación que muestra tras la crisis que estalla a finales de 2008.

La expectativa de apreciación de la moneda brasileña, aunque mucho menos mencionada por la literatura, también parece un factor atractor relevante (Paula, 2011, p. 54; Soares Sales y Blanco Barroso, 2012, pp. 5–6), dadas las facilidades que ofrece el mercado brasileño de derivados para especular sobre el comportamiento del BRL (Prates y Fritz, 2013, p. 16,17).

Es ilustrativo un análisis estadístico simple para ver el comportamiento de las distintas partidas de inversión bruta entre 2006 y 2013, incluyendo también la IED como elemento de comparación. La inversión directa es precisamente la partida más relevante con un flujo medio mensual del 0,2% del PIB anual (tabla 5.2). Le siguen en orden de importancia la inversión de cartera, otros flujos de corto plazo (sobre todo crédito comercial) y otros flujos de largo plazo.

Tabla 5.2. Brasil (2006-2013): flujos brutos de entrada mensuales (% PIB anual)

	Media	Desv. típica	Coef. Var.	Media V. Abs
1. Flujo total	0,46	0,34	0,75	0,5
2. IED	0,2	0,12	0,58	0,2
3. Inversión de cartera	0,14	0,22	1,59	0,2
4. Otros flujos (largo plazo)	0,05	0,17	3,27	0,09
5. Otros flujos (corto plazo)	0,07	0,21	3,19	0,16
5.1. Otros flujos CP crédito comercial	0,06	0,11	1,9	0,1
5.2. Otros flujos CP préstamos y financiación privada	0,01	0,17	12,55	0,12

Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil (véase el anexo II para más detalles)

⁴⁸ Por ejemplo, entre 2007 y 2013 el tipo de referencia de la política monetaria se sitúa entre el 7,25% y el 13,25% (International Monetary Fund, n.d.).

La volatilidad de las partidas medida por su coeficiente de variación es mayor cuanto menor es la cuantía media de la partida. Destaca especialmente la partida de otros flujos de corto plazo en forma de deuda, con diferencia la partida más volátil, que alterna valores positivos (entrada de inversión) con valores negativos (retirada de inversión) de similar magnitud absoluta, lo que explica la gran diferencia entre el valor medio de la partida (0,01% del PIB anual) y el valor medio de los flujos en valor absoluto (0,12% del PIB anual). Sin atender al signo de los flujos, la inversión en deuda de corto plazo constituye la tercera partida más relevante por detrás de inversión directa e inversión de cartera.

A pesar de que en términos de flujos medios el dominio de la inversión directa es clara, en términos de valor absoluto de los flujos las partidas de inversión de cartera y otros flujos, especialmente de corto plazo, son muy relevantes. La enorme volatilidad de los flujos de corto plazo no solo oculta la dimensión de esta partida inversora al considerar datos promedio, sino que le dota de una relevancia especial porque es precisamente el patrón volátil de inversión, con inversores que llegan y se van con igual rapidez, uno de los fenómenos que puede comprometer más seriamente la estabilidad financiera del país y que constituirá uno de los puntos de interés para la regulación de flujos de capital.

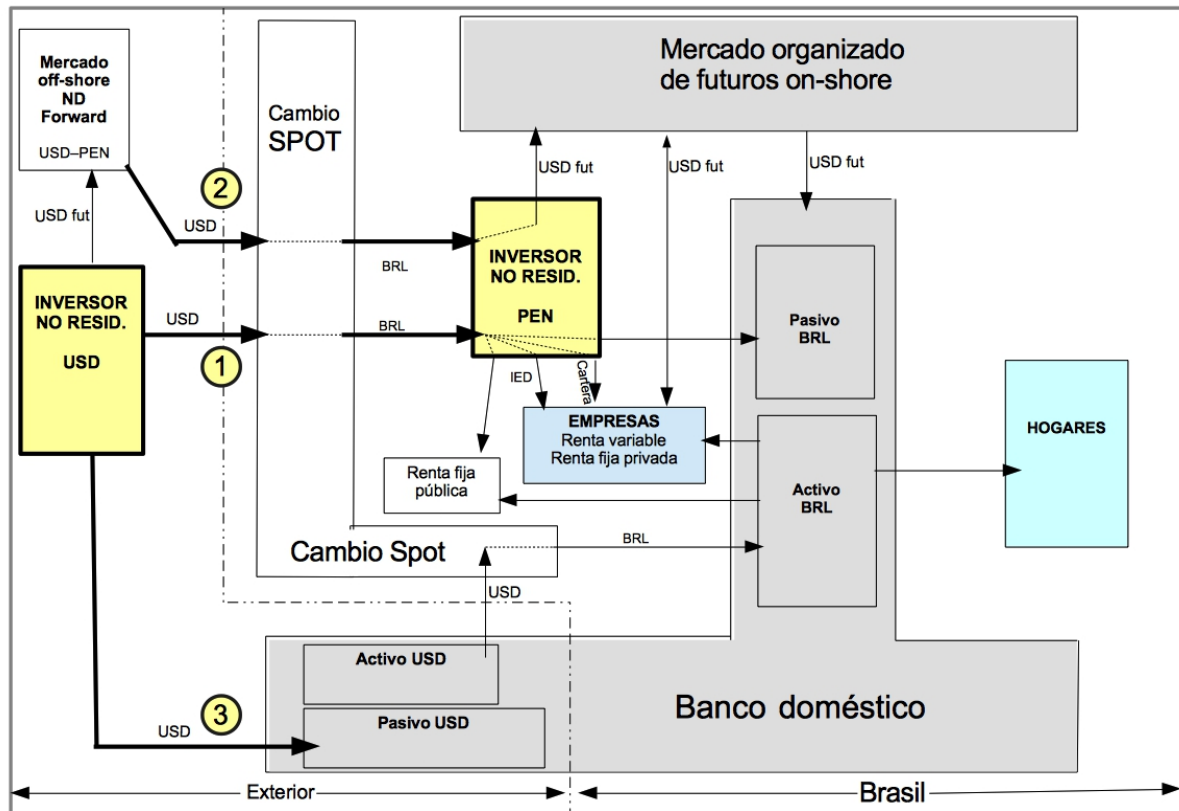
5.2.4. Vías de entrada para la inversión extranjera

Pueden identificarse tres vías principales de entrada para los flujos brutos de inversión distintos a la inversión directa (figura 5.1). La primera vía supone adquirir moneda doméstica para invertir en renta variable o en renta fija, ya sea deuda privada o pública. La mayor parte de la inversión por esta vía iría a parar a renta variable, contribuyendo a la partida de inversión de cartera de la Balanza de Pagos, y podría complementarse con la adquisición de USD a plazo en el mercado de futuros para cubrirse del riesgo de cambio.

La segunda vía de inversión para los extranjeros consiste en vender USD a plazo en el mercado brasileño de futuros *on-shore* (International Monetary Fund, 2011c, pp. 63–64; Terrier et al., 2011, p. 89,93). Parece haber dos motivaciones principales para que el inversor extranjero utilice esta vía, cuyo reflejo contable aparecería en la partida de derivados de la Balanza de Pagos. Puede haber una motivación especulativa, que se traduce en una apuesta a la apreciación del BRL frente al USD (Carneiro y Rossi, 2012, p. 16). La apuesta puede tener una dimensión considerable, en función del notional pactado, pero el desembolso inicial que hay que hacer es muy pequeño,

únicamente el necesario para constituir los márgenes de garantía a los que obliga el mercado de futuros. Como inversión con riesgo de cambio esta segunda vía supone una ventaja sobre la primera porque exige un desembolso inicial mínimo.

Figura 5.1. Brasil: vías de entrada de inversión y conexión con circuitos financieros domésticos



Fuente: elaboración propia

En segundo lugar hay un elevado número de actores, sobre todo grandes bancos internacionales, que acude a este mercado de futuros doméstico para cerrar una posición abierta de compra en el mercado *off-shore* de *forward* BRL/USD, un mercado muy relevante en el que se negocian el 40% de todos los derivados sobre el tipo de cambio del BRL (Lipscomb, 2005, p. 2 y nota 9; Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 31; Rossi, 2011, pp. 16, 18–19). El banco internacional estaría en este caso actuando como intermediario entre el mercado de futuros brasileño y el inversor extranjero que desea contratar futuros BRL/USD pero no quiere hacerlo en Brasil directamente.

Por último, la tercera vía de entrada de inversión la conforman los flujos de

financiación en USD que llegan a los agentes brasileños, sobre todo bancos, y que va a parar inicialmente a cuentas denominadas en divisas que estos agentes tienen en bancos de otros países.⁴⁹ Esta financiación puede llegar mediante líneas de crédito y préstamos individuales -partida de otros flujos de deuda- o bien por emisión de títulos de deuda en divisas, considerada como inversión de cartera. Parte de esta financiación es canalizada hacia el interior del país previa compra de moneda nacional por parte del agente doméstico financiado.

Los actores domésticos no financieros tienen un papel relevante en el entramado inversor descrito, ya que forman parte de los circuitos financieros domésticos que se nutren, en parte, de los aportes de financiación que supone la inversión externa. Por ejemplo, las empresas no financieras son destinatarias directas de una parte muy relevante de la inversión que llega por la primera vía de entrada, y también son, junto con los hogares, el destino final de la financiación otorgada por los bancos, que deriva parcialmente de la inversión externa que llega por la vía tercera. Por último, las empresas no financieras también participan en el mercado de futuros.

El mercado de futuros supone un vínculo importante entre las tres vías de entrada de inversión que se han descrito. A este mercado acuden inversores extranjeros que desean vender USD a plazo -vía de inversión número dos- o que desean comprarlos -vía de inversión número 1 con cobertura de riesgo de cambio-. Las empresas no financieras domésticas pueden participar como demandantes u oferentes de USD a plazo, dependiendo de cuál sea su motivación. Pero son sobre todo los bancos brasileños los que le dan liquidez a este mercado, entrando como contraparte en futuros tanto con inversores extranjeros como domésticos.

En los periodos de fuerte afluencia inversora y apreciación cambiaria es habitual que domine la oferta de USD a plazo por parte de inversores extranjeros, por apuestas a la apreciación del BRL, sobre la demanda de USD a plazo para cubrirse de una depreciación del BRL que se ve como bastante improbable. Así, los bancos, al darle liquidez al mercado de futuros entrando como contraparte de los extranjeros en posición de compra de USD estarían incrementando en estos periodos su posición neta de compra de USD a plazo.

La cobertura de esta posición de cambio mediante futuros simétricos se vuelve muy difícil durante el auge, pues domina claramente la oferta de USD a plazo sobre la demanda. Pero la cobertura sintética que pueden realizar (financiación en USD,

49 Los bancos domésticos necesitan una autorización expresa del Banco Central para tener parte de su balance en divisas. En 2012 había 14 entidades bancarias autorizadas (Prates and Fritz, 2013, p. 17).

compra de BRL e inversión en activos en BRL) es en cambio muy ventajosa porque permite cerrar un circuito de arbitraje muy atractivo y que adquiere gran importancia en Brasil, sobre todo durante 2010 y 2011 (International Monetary Fund, 2011c, pp. 63–64). El margen de beneficio que permite este arbitraje es en principio pequeño, pues la propia actuación de los agentes en un mercado tan líquido altera los tipos de cambio al contado y futuro de forma que se consume prácticamente toda rentabilidad accesible. Pero una continua presión de oferta de USD a plazo junto con un elevado número de operaciones puede convertir este arbitraje en una operación interesante para el banco, como de hecho parece haber sucedido en Brasil.

Lo más relevante de este arbitraje es que conecta las vías de inversión segunda y tercera. Si hay una gran oferta de USD a plazo por parte de inversores extranjeros, lo que constituye la vía segunda de inversión, y los bancos entran como contraparte adquiriendo estos USD a plazo, incrementan su posición de compra de USD. Si recurren a coberturas sintéticas para equilibrar su posición de cambio captarán más financiación en divisas, lo que corresponde a la tercera vía de entrada de inversión externa.

Las transacciones computadas en la partida de derivados corresponden únicamente a las liquidaciones de los contratos, mayoritariamente futuros sin entrega, muy inferiores en volumen a los nominales pactados por las partes. Sin embargo, es precisamente el nominal de los futuros el que determina las necesidades de cobertura de los bancos y por lo tanto su posible captación de divisas. Así, la parte de la vía de inversión tercera debida a la actividad de los bancos en el mercado de derivados es muy superior a lo que cabría inferir de la observación de los flujos computados en la cuenta de derivados de la Balanza de Pagos.

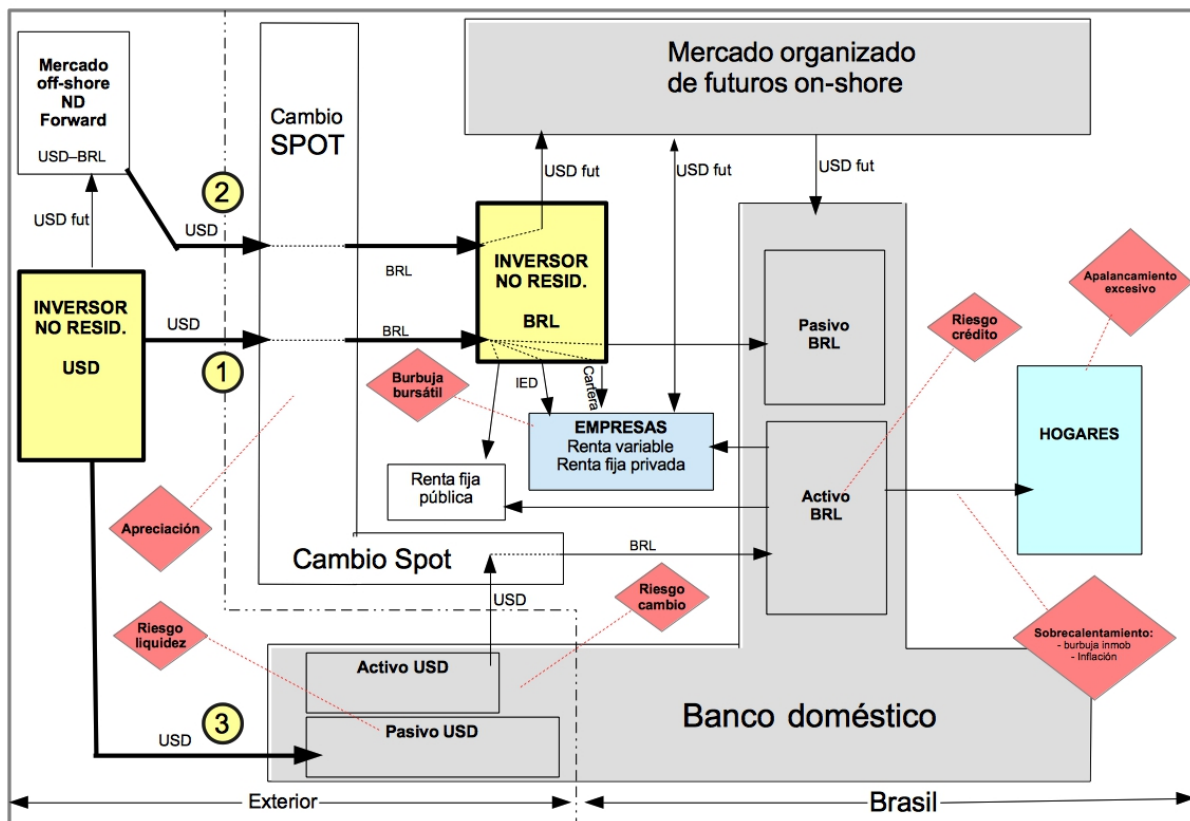
5.3. Riesgos y problemas que suponen los flujos entrantes

Brasil se enfrenta al mismo catálogo de problemas y riesgos potenciales que afrontan todas las economías emergentes en contextos de intensa afluencia de capitales, que corresponden a tres ámbitos: problemas de política monetaria por el sobrecalentamiento de la demanda en el auge del ciclo y posible colapso durante la retirada subsiguiente de inversión; acumulación de riesgos macroprudenciales, tanto en balances de bancos, hogares y empresas como por generación de burbujas de precios; por último, problemas por apreciación del tipo de cambio durante el auge, que puede incrementar el déficit corriente y dañar al tejido productivo exportador, y también problemas por depreciación súbita si llega una retirada masiva de inversores, lo que

puede materializar riesgos de cambio que se hubieran acumulado en los balances (International Monetary Fund, 2012b, p. 17). Estos riesgos y problemas pueden representarse en el mapa de vías de entrada de inversión en Brasil (figura 5.2).

Desde el punto de vista de los problemas monetarios, todos los flujos distintos a la IED son en principio objeto de atención porque contribuyen al sobrecalentamiento de la economía, aunque los más comprometidos son los flujos de cartera en renta fija, especialmente de corto plazo, que son potencialmente más volátiles y que por lo tanto pueden llegar de forma masiva y retirarse luego con igual rapidez induciendo un cambio brusco en la demanda agregada (International Monetary Fund, 2013a, p. 8).

Figura 5.2. Brasil: vías de entrada de inversión. Problemas y riesgos generados



Fuente: elaboración propia

En cuanto a los riesgos macroprudenciales, los flujos que llegan por cualquiera de las vías primera y tercera contribuyen directa o indirectamente a incrementar los riesgos en el activo bancario y en los balances de los hogares por la expansión del crédito, así como las posibilidades de que aparezcan burbujas de activos. Los flujos por la vía

segunda, el mercado de derivados, pueden incrementar el riesgo de cambio para bancos y empresas, al igual que los flujos en divisas que llegan por la vía tercera y que son utilizados para adquirir moneda doméstica generando descuadres de divisas en el balance. Por último, los flujos en divisas por la vía tercera, se cambien o no por moneda doméstica, suponen un riesgo de liquidez para el agente que los recibe, que puede tener problemas para cumplir con los pagos comprometidos ya que la refinanciación de los pasivos en divisas no está ni mucho menos garantizada.

En cuanto a la apreciación del tipo de cambio, preocupan todas las vías de entrada de inversión. La primera vía supone una presión directa de apreciación, pues se trata de flujos que entran comprando moneda brasileña para adquirir títulos emitidos en esta divisa. Parte de la financiación que llega por la vía tercera tiene el mismo efecto porque constituye financiación en divisas captada en el exterior que se cambia por moneda local. Cabe recordar que parte de esta actividad en la vía tercera corresponde a coberturas sintéticas de los bancos por sus contratos futuros en posición compradora de USD, es decir, que es síntoma de una actividad paralela en la vía de entrada segunda a través del mercado de futuros. Así pues, durante el auge inversor todas las vías de entrada inversora contribuyen, directa o indirectamente, a la apreciación del tipo de cambio. Por último, en cuanto a la estabilidad del tipo de cambio, los flujos de corto plazo que entran comprando moneda doméstica serán objeto de atención especial, pues son capaces de retirarse con gran rapidez provocando movimientos bruscos del precio de la divisa.

Es útil un esquema que relacione los distintos flujos entrantes de capital con los problemas y riesgos que pueden contribuir a exacerbar (tabla 5.3). Además, dada la interrelación entre la actividad inversora externa y la actividad doméstica de los actores brasileños, algo que queda patente en el mapa anterior de vías de entrada, es conveniente incluir también dos dinámicas adicionales en este esquema, como posibles fuentes de riesgos y problemas que la regulación tratará de atajar. La primera es la actividad doméstica de los bancos, que pueden incrementar su propio riesgo de liquidez con su política de captación de pasivos y su riesgo de crédito con su política de concesión de financiación, siendo además este último factor decisivo para el sobrecalentamiento de la economía y su sincronización con el ciclo inversor externo. En segundo lugar, cabe considerar también la participación de los actores domésticos en los mercados de derivados de tipo de cambio, pues son el otro factor imprescindible para que desde este mercado se favorezca la apreciación del tipo de cambio y el incremento del riesgo de cambio en los balances domésticos, al hacer de contrapartes de los inversores extranjeros.

Tabla 5.3. Brasil: dinámicas potencialmente peligrosas y riesgos a los que contribuyen

		Tipo de cambio		Riesgos				Gestión de la demanda	
		Aprec.	Volat./ Riesgo deprec.	Liquidez (bancos)	Cambio (bancos, empresas)	Crédito (bancos, hogares, empresas)	Burbujas de activos	Sobrecal.	Sincronización con inv. ext.
Flujos no-IED		X				X	X	X	X
	Renta fija (cp)		X						XX
	Derivados (vía 2)				X				
	Ddivisas (vía 3)			X	X				
Actividad bancaria (activo y pasivo)				X		X	X	X	X
Actores domésticos con derivados cambiarios		X			X				

Fuente: elaboración propia

No hay unanimidad respecto a cuál de estos posibles problemas es el más acuciante en Brasil durante el periodo analizado. Para el Gobierno, el principal problema es la apreciación cambiaria, como demuestra el Ministro de Economía Guido Mantega al manifestar su temor de que “*esa apreciación del real perjudique las exportaciones y la creación de empleos en el país*” (Mantega, 2009). Es el mismo problema que resalta Nelson Barbosa (2012), Secretario de Política Económica del Ministerio de Economía entre 2008 y 2010, señalando además que constituye un peligro para el desarrollo económico de Brasil.

Otros autores como Holland (2014) también identifican la apreciación cambiaria como la principal consecuencia indeseada de los flujos. Paula (2011, pp. 55–56) va más allá e identifica una tendencia incipiente de desindustrialización en Brasil por el fenómeno de enfermedad holandesa durante el auge económico e inversor anterior a la crisis de 2008. La OECD (2011, p. 15,55) también advierte esta incipiente desindustrialización pero no la atribuye tan claramente al tipo de cambio.

El Banco Central, en cambio, según se deduce tanto de las declaraciones explícitas de su Presidente (Tombini, 2013a, 2013b) como de trabajos publicados por la propia institución (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 18,20; Soares Sales y Blanco Barroso, 2012, p. 7), muestra preocupación por la inversión entrante, sobre todo a partir de 2010, por sus implicaciones para las políticas monetaria -impulso a la demanda y presiones inflacionistas- y macroprudencial -riesgo de crédito bancario por incremento del plazo de vencimiento en préstamos al consumo y para vehículos y sobreendeudamiento de los hogares-.

El IMF (2012d, p. 73, 2011c, pp. 58–59) parece destacar también como principal efecto de los flujos la apreciación cambiaria, ya que por ejemplo el crecimiento del crédito en 2010 sería en gran medida atribuible a los bancos públicos, y no tanto a los flujos entrantes de inversión. Sin embargo, en un análisis más amplio de la misma institución (International Monetary Fund, 2013a, p. 8) se alude como elementos preocupantes a la inestabilidad del tipo de cambio pero también el crecimiento del crédito y el posiblemente excesivo apalancamiento de los hogares al que habría contribuido.

5.4. La regulación de los flujos entrantes de capital en Brasil entre 2006 y 2013

5.4.1. Necesidad y objetivos de la regulación

Los riesgos y problemas a los que los flujos contribuyen parecen ser difíciles de abordar con el conjunto de políticas que recomienda el IMF (2012b, p. 17) para hacer frente a los auges de inversión entrante. Brasil tiene ya unos mercados financieros muy profundos, con lo que no parece que el país sufra un problema de absorción por escasez de activos disponibles. Las presiones inflacionistas y síntomas de recalentamiento que el Banco Central identifica a partir de 2010 no aconsejan utilizar la flexibilización de la política monetaria para dejar de atraer flujos del exterior. Parece inadecuado dejar que el tipo de cambio se aprecie aún más, dados los indicios de que la apreciación cambiaria ya estaría perjudicando al sector exportador, y la acumulación de reservas a lo largo de los dos mil ya habría sido muy intensa, además de muy cara por el escaso rendimiento de los títulos en USD, la apreciación del BRL y los costes de esterilización de la inyección realizada para adquirir estas reservas (Paula y Prates, 2013a, p. 17; Prates y Fritz, 2013, p. 14).

Por último, los riesgos macroprudenciales que el Banco Central detecta ya en los balances de los agentes a partir de 2010 aconsejarían un tratamiento no solamente centrado en el efecto, el riesgo de balance en sí, sino también en una de sus causas como son los flujos entrantes. En suma, y a pesar del apoyo que algunos autores prestan a las recomendaciones del IMF (Caballero, 2012), este conjunto de políticas parece poco útil para un país como Brasil, algo que ha sido analizado ya en detalle por la literatura para el conjunto de países emergentes (D. Gabor, 2012).

El Ministerio de Economía es completamente favorable a esta regulación por su capacidad de atenuar la apreciación cambiaria, y concretamente considera imprescindibles los impuestos sobre algunos flujos entrantes (Barbosa, 2012, p. 29), una valoración que coincide plenamente con las opiniones recabadas durante las

entrevistas. El propio Ministro de Economía manifiesta explícitamente que el objetivo del impuesto sobre los flujos de capitales que se endurece en octubre de 2009 es *“intentar contener la apreciación del real frente a la moneda americana, que ha sido del 25% en lo que va de año”* (Mantega, 2009).

Dos publicaciones del Banco Central, ya en 2012, también interpretan como necesarias las medidas de regulación de flujos de capital y concretamente consideran a los impuestos sobre los inversores extranjeros como útiles *“para minimizar los efectos de la elevada liquidez global”* (Soares Sales y Blanco Barroso, 2012, p. 13) y para *“corregir desequilibrios en el mercado de tipo de cambio y para mitigar la intensidad y volatilidad de los flujos de capitales”* (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 22).

En la literatura académica se destaca en general que el principal objetivo de la regulación de flujos de capital en conjunto es contener la apreciación del tipo de cambio (Carneiro y Rossi, 2012, p. 17; Prates y Fritz, 2013, p. 20), aunque también se alude al objetivo de contener riesgos macroprudenciales (Prates, 2012).

La coincidencia de Gobierno y Banco Central en la voluntad de regular los flujos, sobre todo a partir de 2010, parece razonable. Aunque el Gobierno ponga el acento en el problema de la apreciación cambiaria y el Banco Central se muestre preocupado más bien por las cuestiones monetaria y macroprudencial, el hecho es que los flujos contribuyen simultáneamente a todos estos riesgos y problemas, así que parece lógico que su regulación se convierta en un objetivo compartido por ambas instituciones.

Las medidas que se analizan en este trabajo corresponden al periodo 2006-2013, y tienen por objetivo disminuir el volumen de flujos totales desincentivando en especial los flujos de renta fija, por suponer un compromiso de mayor calado de la economía con el exterior, y especialmente los de corto plazo por ser más volátiles. Se busca también atemperar la actividad en los mercados de crédito y cambiario, tanto al contado como a plazo.

Los trabajos publicados por el Banco Central de Pereira da Silva y Harris (2012) y Soares Sales y Blanco Barroso (2012) ofrecen un panorama descriptivo bastante detallado de todas estas medidas, que también son descritas con diferentes grados de profundidad en numerosos trabajos académicos (Chamon y Garcia, 2014, pp. 6–8; Gallagher y Prates, 2014, pp. 15–17; Paula y Prates, 2013a, pp. 17–23; Prates y Fritz, 2013, pp. 20–23), en un documento institucional del IMF (2011c, p. 58) y, por último, en el análisis de Terrier *et al.* (2011, pp. 60–61), también publicado por el IMF, si bien

los dos últimos trabajos solo describen las medidas adoptadas hasta finales de 2010.

En el epígrafe 5.4.2 se enumeran todas las medidas que se ponen en marcha durante el periodo analizado, mientras que el epígrafe 5.4.3 trata de ofrecer una interpretación de conjunto de toda esta regulación, atendiendo tanto a la lógica temporal en su aplicación como a la complementariedad de las distintas medidas que la conforman.

5.4.2. La regulación directa e indirecta de los flujos de capital

La principal herramienta de regulación directa de los flujos de capital es el *Imposto sobre Operações Financeiras* (IOF), responsabilidad del Ministerio de Economía (cuadro 5.1). Se trata de un impuesto instituido en 1966 con un propósito regulador, que permite al Gobierno afectar al funcionamiento de los mercados financieros modulando la intensidad del impuesto para cada tipo de transacción con gran agilidad, pues los tipos aplicados se modifican por decreto, sin necesidad de trámite parlamentario alguno.⁵⁰

El IOF como medida de regulación de inversión es el que se aplica principalmente sobre el inversor extranjero que adquiere moneda brasileña. En el contrato de cambio que se formaliza se explicita el destino que el inversor le va a dar a la moneda brasileña adquirida, y en función de ese destino debe pagar un tipo impositivo u otro. Los tipos aplicados van cambiando a lo largo del tiempo, pero como rasgo general puede decirse que la compra de moneda brasileña para la inversión en renta fija o en fondos de inversión suele gravarse de forma más intensa (hasta un 6%) que la adquisición de moneda para inversión en renta variable (2%). Como elemento de comparación, la compra de moneda para adquisición de títulos computable como IED se grava con un tipo del 0,38%.

El IOF también se aplica a los *American Depositary Receipts* (ADR). Estos títulos son emitidos por entidades financieras norteamericanas utilizando como subyacente un título brasileño que previamente han adquirido en Brasil y que han cedido en custodia a una entidad brasileña. La entidad que emite los ADR los comercializa en el mercado norteamericano y el inversor que los adquiere puede ejercer en el momento que lo desee el derecho de adquisición sobre el activo subyacente brasileño. Los títulos ADR se comercializan en un mercado secundario que es muy líquido. Eso convierte a los ADR en una opción muy atractiva para los inversores internacionales, que logran

⁵⁰ La normativa legal básica sobre el IOF es la conformada por la Ley nº 8.894, de 21 de junio de 1994, el Decreto 6306 de 14 diciembre de 2007 y las diversas modificaciones de éste. Toda la legislación es accesible en <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/LegisAssunto/lof.htm#Decretos>

rentabilidades parcialmente relacionadas con las del mercado brasileño sin salir del mercado estadounidense. El IOF se aplica a la cesión de títulos que los inversores extranjeros llevan a cabo para posteriormente emitir ADR vinculados, y también a la compra de moneda brasileña para ejercer el derecho a convertirse en el propietario del activo subyacente al ADR.

En ocasiones el IOF se aplica al receptor de la financiación en lugar de al inversor extranjero, como ocurre, por una particularidad contable que se detallará en el siguiente epígrafe, con los bancos o empresas brasileños que captan financiación en el exterior en divisas mediante préstamos o emisión de títulos. Esta financiación se llega a gravar hasta con el 6% para plazos de vencimiento menores o iguales a un año.

Todas las medidas señaladas hasta el momento son de precios, pero existen también dos medidas administrativas relevantes que forman parte también de la regulación directa de flujos entrantes. El Banco Central establece restricciones para que los exportadores reciban anticipos de divisas del exterior y el Consejo Monetario Nacional estipula en un momento dado que cualquier cambio en el destino inversor de fondos ya introducidos en el país para adquirir renta variable debe realizarse saliendo y volviendo a entrar virtualmente de Brasil, efectuando por lo tanto un nuevo contrato de cambio sujeto al IOF correspondiente al destino final de los fondos.

El mercado de derivados es un foco de atención particular para la regulación directa. La compra de moneda por parte de extranjeros destinada a constituir márgenes de garantía en el mercado de futuros se grava con un IOF de hasta el 6%, mientras que la propia contratación de futuros conlleva el pago de un IOF del 1% sobre el notional de referencia pactado en el contrato a partir de julio de 2011. En este mismo ámbito, el Consejo Monetario Nacional prohíbe que los inversores extranjeros obtengan títulos denominados en BRL mediante cesión, alquiler o préstamo, cuando estos títulos se vayan a utilizar como garantía para participar en el mercado de futuros.

El Banco Central es el principal actor en materia de regulación indirecta de flujos de capital. En primer lugar hay medidas de precios sobre la actividad de los bancos en los mercados cambiarios, exigiéndose requerimientos no remunerados de reservas de la posición diaria de venta de divisas al contado cuando dicha posición es abierta y supera un determinado umbral. En segundo lugar, se actúa sobre el activo de los bancos, incrementándose la ponderación que, a efectos del cálculo del capital regulador, se asigna a los créditos para consumo de hogares con plazos de vencimiento elevados.

Cuadro 5.1. Brasil (2006-2013): medidas de regulación de flujos entrantes de capital

Regulación directa		
Ministerio de Economía	Inversión Extranjera Directa (IOF sobre el inversor extranjero)	0% (ENE06); 0,38% (ENE08)
	Inversión de cartera (IOF sobre el inversor extranjero)	- Títulos de renta fija: 0% (ENE06); 1,5% (MAR08); 0% (OCT08); 2% (OCT09); 6% (OCT10); 0% para renta fija ligada a inversión de largo plazo (DIC11); 0% para todos los casos (JUN13) - Participaciones en fondos de inversión: 0% (ENE06); 1,5% (MAR08); 0% (OCT08); 2% (OCT09); 6% (OCT10); 2% (ENE11); 0% (DIC11) - Renta variable: 0% (ENE06); 2% (OCT09); 0% (DIC11) - Cambio destino inversor IED a inversión de cartera en renta variable: 0% (ENE06); 2% (ENE11); 0% (DIC11) - Cancelación ADR para adquirir activo subyacente: 0% (ENE06); 2% (ENE11); 0% (DIC11) - Cesión de títulos para emitir sobre ellos ADR en el exterior: 0% (ENE06); 1,5% (NOV09); 0% (DIC13)
	Préstamos en divisas y deuda emitida en el exterior (IOF sobre actores domésticos)	5% préstamos <= 90 días (ENE06); 5,38% préstamos <= 90 días (ENE08); 6% préstamos <= 1 año (MAR11); 6% préstamos <= 2 años (ABR11); 6% préstamos <= 3 años (ENE12); 6% préstamos <= 5 años (MAR12); 6% préstamos <= 2 años (JUN12); 6% préstamos <= 1 año (DIC12)
	Mercado de futuros (IOF sobre los contratos)	- Márgenes de garantía: 0% (ENE06); 0,38% (MAR08); 6% para inversores extranjeros (OCT10); 0% (JUN13) - Nociónal pactado en el contrato: 0% (ENE06); 1% (JUL11); 0% para derivados de cobertura (MAR12); 0% para todos los casos (JUN13)
Banco Central	Anticipos de divisas a los exportadores (restricciones sobre actores domésticos)	- Sin restricciones (ENE06); prohibido anticipo a mas de 1 año (MAR12); prohibición de anticipos a mas de 5 años (DIC12)
Consejo Monetario Nacional	Medidas administrativas complementarias sobre los mercados financieros	- Se exige salir y volver a entrar (virtualmente) para cambiar el destino de fondos ya invertidos en el país (OCT10) - Se prohíbe la cesión, alquiler o préstamo de títulos a inversores extranjeros para ser usados como garantía en el mercado de futuros (OCT10)
Regulación indirecta		
Ministerio de Economía	Operaciones de crédito (IOF sobre los bancos domésticos)	- 0,0041%* (ENE06); 0,0082%* (ENE08); 0,0041%* (DIC08) (*por día de vida del crédito hasta un máximo de 365 días)
Banco Central	Posición abierta de venta de divisas (requerimiento de reservas no remunerado a los bancos)	- 0% (ENE06); 60% si la posición supera el menor de 3000 millones BRL y el capital del banco (ABR11); 60% si la posición supera el menor de 1000 millones BRL y el capital del banco (JUL11); 60% si la posición supera el menor de 3000 millones BRL (DIC12); 0% (JUL13)
	Crédito doméstico a hogares (requerimientos de capital a los bancos domésticos)	- Ponderación máxima por riesgo de crédito sube al 75% para algunos créditos (JUL08); ponderación máxima 150% (JUL11); ponderación máxima 300% (NOV11);
	Pasivos de corto plazo (requerimientos de reservas por depósitos a los bancos domésticos)	- Depósitos a vista: ordinario 45%, marginal 8% (ENE06); marg 5% (OCT08); ord 42% (NOV08); marg 8% (MAR10); ord 43% (JUL10); marg 12% (DIC10); ord 44% (JUL12) - Depósitos a plazo: ord 15%, marg 8% (ENE06); marg 5% (OCT08); marg 4% (ENE09); ord 13,5% (OCT09); marg 8% (MAR10); ord 15% (ABR10); ord 20%, marg 12% (DIC12);

Fuente: elaboración propia a partir de la legislación del Ministerio de Economía (Decretos disponibles en <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/LegisAssunto/lof.htm>) y de las Circulares del Banco Central y Resoluciones del Consejo Monetario Nacional (disponibles en <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/novaBusca/buscaNormativo.asp>). La fecha indica el mes en el que la medida en cuestión entra en vigor. Véase el anexo III para un listado pormenorizado de las medidas analizadas)

En tercer lugar, se actúa sobre el pasivo de los bancos con otras medidas de precios como son los requerimientos de reservas remunerados y no remunerados por los depósitos a vista y a plazo que captan estas instituciones. Por último, el Ministerio de Economía adopta también medidas de precios que pueden encuadrarse en la

regulación indirecta, de nuevo a través del IOF que se aplica en esta ocasión a las operaciones de crédito de los bancos con sus clientes domésticos.

5.4.3. La lógica temporal y complementariedad de las medidas de regulación

Al inicio de 2006 la regulación que afecta a los flujos entrantes de capital es muy tenue, y por ejemplo ningún inversor extranjero paga impuesto alguno por adquirir títulos en Brasil, los actores domésticos solo pagan IOF por las divisas que captan con plazo de vencimiento inferior a 90 días y no hay impuesto alguno sobre las operaciones en el mercado de futuros.

Durante el periodo analizado 2006-2013 se producen dos ciclos de regulación. El primero se inicia en enero de 2008 y es una respuesta tardía a un auge inversor que había alcanzado sus valores más importantes durante 2006 y 2007. La intensificación de la regulación es bastante tímida, protagonizada principalmente por el Ministerio de Economía con el IOF sobre los inversores extranjeros -renta fija, participaciones de fondos de inversión y constitución de márgenes de garantía para contratos futuros- y también sobre los bancos domésticos por la financiación captada en divisas. La regulación en conjunto alcanza su punto culminante en julio de 2008 y se aligera entre octubre y diciembre del mismo año para iniciar 2009 con niveles de regulación idénticos a los existentes al principio de 2006.

El segundo ciclo de regulación, mucho más intenso y duradero que el primero, se inicia en octubre de 2009 y supone una reacción más rápida a un auge inversor que se ha iniciado en el mes de abril de ese mismo año, una vez superada la desconfianza posterior al colapso de Lehman Brothers. La máxima intensidad en la regulación se alcanza entre finales de 2011 y principios de 2012, momento en que se inicia un paulatino aligeramiento en todos los ámbitos que sitúa la regulación a finales de 2013 en un nivel de intensidad solo levemente superior al existente en 2006.

La intensificación de la regulación en este segundo ciclo, sobre todo a partir de 2010, sigue una secuencia cuya lógica es útil resaltar (Pereira da Silva y Harris, 2012, pp. 28–37). El Ministerio de Economía pretende mitigar desde octubre de 2009 la inversión de cartera entrante como partida más relevante distinta de la IED y para ello activa el IOF, que aplica también a la adquisición de participaciones en fondos de inversión. Esta última transacción y la inversión de cartera en renta fija ven incrementado fuertemente el IOF en octubre de 2010, hasta el 6%, pues se estima que son las vías de entrada que atraen más porcentaje de inversión de corto plazo.

Pero este IOF no basta para desanimar a los inversores extranjeros de corto plazo, que en octubre de 2010 siguen teniendo al menos cuatro opciones para entrar en Brasil de forma totalmente legal con carga impositiva muy reducida o incluso nula. En primer lugar, se pueden introducir fondos declarando un destino sujeto a una fiscalidad baja para poco después, una vez que el inversor ya ha realizado el contrato de cambio y por lo tanto está a todos los efectos “dentro” del país, modificar dicho destino por uno que hubiera supuesto un pago de IOF mayor.⁵¹

Para evitar esta dinámica, desde octubre de 2010 el Consejo Monetario Nacional obliga a los inversores que quieran redirigir su inversión a salir y entrar virtualmente del país, realizando un nuevo contrato de cambio que obliga a pagar el IOF correspondiente al destino final de la inversión. El Ministerio de Economía, por su parte, amplía la cobertura del IOF en enero de 2011 para que afecte también a la transformación de IED en inversión de cartera. En segundo lugar, también es posible evitar el IOF sobre renta fija utilizando los títulos ADR (Chamon y Garcia, 2014, pp. 6–7), por lo que desde enero de 2011 se amplía nuevamente la cobertura del IOF para que afecte a la propia conversión del ADR en su activo subyacente.

Pero los circuitos legales para sortear la regulación más difíciles de contrarrestar por parte de las autoridades se encuentran en las vías de inversión segunda y tercera. Por una parte, el mercado de futuros BRL/USD permite al inversor extranjero realizar atractivas apuestas a la apreciación del BRL (Ostry et al., 2011, p. 26), habiendo tan solo un IOF mínimo sobre la constitución de márgenes de garantía, lo que supone un desembolso minúsculo en comparación con la magnitud de la apuesta. Por otra parte, la financiación en divisas a actores brasileños permite al inversor extranjero evitar el mercado cambiario, que es donde se vería afectado por el IOF al formalizar el contrato de cambio. El receptor brasileño de la financiación será el que pase por el mercado de cambio si quiere introducir la financiación captada hacia el interior de Brasil, pero si dicho actor es un banco tampoco pagará IOF porque, según establece la regulación cambiaria brasileña, un banco doméstico no necesita formalizar contrato de cambio cuando vende divisas en el mercado interbancario doméstico (Rossi, 2011, p. 9).

El esfuerzo por atemperar estas dos dinámicas se inicia en octubre de 2010, cuando se incrementa el IOF sobre los márgenes de garantía de los futuros y el Consejo Monetario Nacional obliga a los inversores extranjeros a que efectivamente paguen este impuesto, prohibiendo que cumplan con las garantías exigidas aportando títulos

51 Por ejemplo, se puede realizar inversión directa (IOF del 0,38%), para después modificar el destino de la inversión y convertirla en inversión de cartera en renta variable, que se hubiera gravado con un 2%. De forma análoga, se puede invertir en renta variable para después transformarla en renta fija, pagando el 2% en lugar del 6%.

brasileños obtenidos en préstamo, cesión o alquiler. Sin embargo, la sensación al comienzo de 2011 es que tanto las apuestas de los inversores extranjeros en el mercado de futuros como la captación de divisas, principalmente mediante líneas de crédito, por parte de los bancos siguen plenamente operativas. La captación de divisas en sí por parte de los bancos supone riesgo de liquidez, sobre todo si la financiación es a corto plazo. Pero la captación de financiación junto con su posterior venta al contado constituyen la actividad más preocupante. Puede responder a un deseo de reciclar financiación obtenida fuera (sin que nadie haya pagado IOF) hacia el interior de Brasil, pero también puede ser parte de una cobertura sintética de riesgo de cambio, que cerraría un circuito de arbitraje iniciado en el mercado de futuros, donde los bancos adquieren USD a plazo de los inversores extranjeros que apuestan a la apreciación del BRL (International Monetary Fund, 2011c, pp. 63–64).

En ambos casos existe una fuerte presión de apreciación sobre el tipo de cambio al contado, con lo que el principal problema que visualizaba el Ministerio de Economía para justificar la implantación del IOF no se habría logrado mitigar. Pero además, la primera opción supone riesgo de cambio por descuadres cambiarios en el balance y adicionalmente contribuye a incrementar el ritmo de concesión de nuevos créditos en moneda doméstica.

Los bancos no están obligados a efectuar contrato de cambio ni al captar divisas mediante líneas de crédito ni al vender posteriormente dichas divisas en el mercado cambiario al contado (Rossi, 2011, p. 6), con lo que el IOF no puede afectar a esta dinámica y la vía de ataque más adecuada parece ser la prudencial, por parte del Banco Central. Así, en enero de 2011 se instaura la medida del requerimiento no remunerado de reservas para la posición diaria de venta de divisas al contado que exceda un determinado umbral. Esto tendería a atemperar tanto la captación de inversión extranjera en divisas como el arbitraje con derivados.

Sin embargo, esta medida se anuncia en enero pero entra en vigor en abril, y para ese momento los bancos ya han reconstruido su dinámica de captación de financiación para poder evitar el coste que impone esta medida. La nueva estrategia consiste en abandonar las líneas de crédito y contratar en su lugar préstamos individuales o bien emitir títulos en el exterior. Estas operaciones, por una particularidad contable del sistema brasileño, exigen al banco formalizar un contrato de cambio que incrementa sus compras de divisas y por lo tanto reduce su posición de venta (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 30).⁵²

⁵² Según clarifican las personas entrevistadas del Banco Central, las divisas no están legalmente en el balance del Banco hasta que éste no las ha comprado con el correspondiente contrato de cambio a quien se las proporciona, que en este caso es él mismo tras haberlas captado de los inversores extranjeros. El banco es

Así, la captación de divisas con esta nueva estrategia reduce la posición de venta en la misma medida en que su posterior venta en el mercado cambiario la incrementa, con lo cual la operación en conjunto no altera la posición cambiaria del banco, que en consecuencia no sufre limitación alguna por causa del requerimiento de reservas. El problema para los bancos es que esta nueva estrategia, destinada a evitar el requerimiento de reservas, descansa en operaciones que exigen formalización de contrato de cambio, con lo que ahí puede actuar el IOF y eso es exactamente lo que ocurre desde finales de marzo de 2011.

Pero las presiones de apreciación continúan y la actividad de arbitraje de los bancos con el mercado de futuros no parece detenerse. El factor clave, sobre el que aún no se ha podido actuar, parece ser el mercado de futuros, y por la información recogida en el Ministerio de Economía parece claro que desde el Gobierno y Banco Central se hace este mismo diagnóstico ya desde el inicio de 2011. Pereira da Silva y Harris (2012), en un trabajo publicado por el Banco Central, razonan explícitamente que ni la medida sobre las posiciones de venta de divisas ni el IOF sobre los préstamos obtenidos por los bancos en el exterior logran frenar la actividad del mercado de derivados que supone en ese momento *“efectos negativos sobre la estabilidad financiera y presiones especulativas sobre el tipo de cambio”* (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 34).

Pero atemperar el auge del mercado de derivados parece ciertamente complicado con la regulación de que se dispone a principios de 2011 (Paula y Prates, 2013a, p. 21; Prates y Fritz, 2013, pp. 15–16,20). El IOF actúa sobre el contrato de cambio asociado a una determinada transacción, pero las transacciones asociadas a los contratos futuros son la constitución de márgenes de garantía, muy reducidos, y la liquidación final, también pequeña por tratarse de futuros sin entrega. Es decir, por altos que sean los impuestos, solo se logrará mermar el posible beneficio del inversor que, de producirse, se habrá logrado con una inversión inicial mínima aunque la apuesta sea tremendamente sustanciosa por el importe nocional pactado como referencia.

Los problemas macroprudenciales los determina el volumen del importe nocional pactado en el contrato derivado, que marca tanto la exposición cambiaria del banco doméstico como el posible efecto final sobre el tipo de cambio al contado, pero las herramientas impositivas afectan, y previsiblemente con poco éxito, a una base imponible de dimensión irrisoria comparable con dicho nocional. Por si esto fuera poco, la regulación prudencial tampoco es adecuada, porque no afectaría a los actores no bancarios, que tienen total libertad para participar en el mercado de futuros y podrían fácilmente ocupar el lugar de los bancos como contrapartes de las apuestas de los

tanto el vendedor como el comprador en este contrato de cambio.

inversores extranjeros.

Brasil opta por realizar un cambio legislativo de calado a fin de alcanzar la auténtica raíz de la dinámica que se quiere atajar: el nocional de los contratos futuros. Para ello se elabora una nueva ley en la que se redefine el objeto del impuesto IOF para afectar al contrato futuro no por las transacciones que supone, sino por el monto nocional de referencia en torno al que dicho contrato se establece, una forma de regulación de la que apenas parecen existir precedentes en el mundo. Se logra el apoyo parlamentario necesario y el 26 de julio de 2011 se aprueba la nueva legislación, con un tipo impositivo sobre el nocional pactado del 1% pero que puede incrementarse hasta el 25%.⁵³ Además, se otorgan nuevos poderes al Consejo Monetario Nacional para establecer regulación adicional sobre el mercado de derivados si fuera necesario.

Con esta actuación las autoridades parecen haber logrado adaptar la regulación para tratar de cerrar todos los resquicios legales que el IOF sobre la renta fija dejaba abiertos al paso de la inversión en octubre de 2012. Sin embargo, existe una dinámica de evasión, fuera de la legalidad, que también permite evitar la regulación impuesta. En este caso la estrategia es utilizar fraudulentamente un esquema de financiación disponible para los exportadores, conocido como *Pré-pagamento de Exportação* (PA) (Carneiro y Rossi, 2012, p. 13).

A lo largo de 2011 y comienzos de 2012 los exportadores comienzan a captar recursos bajo la figura del PA, que está exento del pago del IOF, para dirigirlos posteriormente a los mercados de renta fija o variable (Pereira da Silva y Harris, 2012, pp. 36–37). Utilizar la figura del PA para captar financiación exige la entrega de las exportaciones financiadas como justificación. Para sortear este requisito aparece un mercado conocido como “*mercado de performances de exportação*” donde los captadores de financiación externa buscan a exportadores necesitados de financiación y dispuestos a proporcionar facturas justificativas. El intermediario anticipa fondos al exportador a cambio de la factura que necesita para justificar la recepción de recursos por la vía del PA sin pagar IOF y luego es él mismo el que redirige los fondos captados hacia cualquier tipo de activo (Carneiro y Rossi, 2012, p. 13). Para evitar esta vía de evasión, en marzo de 2012 se prohíben los anticipos a los exportadores a más de 360 días y además el único que puede hacer el anticipo es el importador.

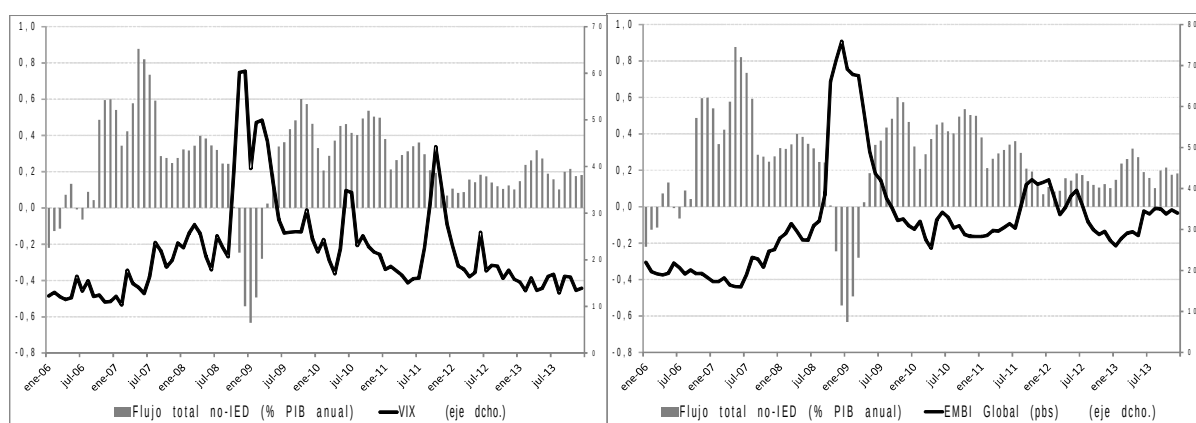
53 El 26 de julio se aprueba una medida provisional (539) que modifica la ley de 1994 en la que se define cómo es el IOF para incluir como nuevo contribuyente al tenedor de un contrato de derivados en función del nocional del contrato. Esta normativa adquiere rango de Ley permanente en diciembre de 2011 con la Ley nº 12.543, de 8 de diciembre de 2011.

5.5. Eficacia de la regulación

5.5.1. Eficacia alterando el volumen de los flujos brutos de entrada

El análisis considera datos de flujos distintos a la IED en promedios móviles de cuatro meses, a fin de facilitar la visualización de cambios en las tendencias. Los datos agregados de flujos de entrada no-IED no sugieren un efecto claro de la regulación a lo largo de 2008, cuando se produce la primera fase de intensificación de las medidas. La regulación alcanza su punto álgido entre julio y octubre de 2008, cuando los flujos llevan ya meses disminuyendo. Además, en junio de 2008 empieza a crecer la aversión al riesgo medida tanto por el EMBI Global como por el VIX, y el diferencial de tipos reales está disminuyendo desde mayo de 2008. En suma, el comportamiento de los flujos durante 2008 se explica razonablemente bien teniendo en cuenta solamente las variables de aversión al riesgo y rentabilidad (gráficos 5.2 y 5.3).

Gráfico 5.2. Brasil (2006-2013): flujos brutos entrantes totales distintos a la IED (datos en promedios móviles de 4 meses) y aversión al riesgo de los inversores

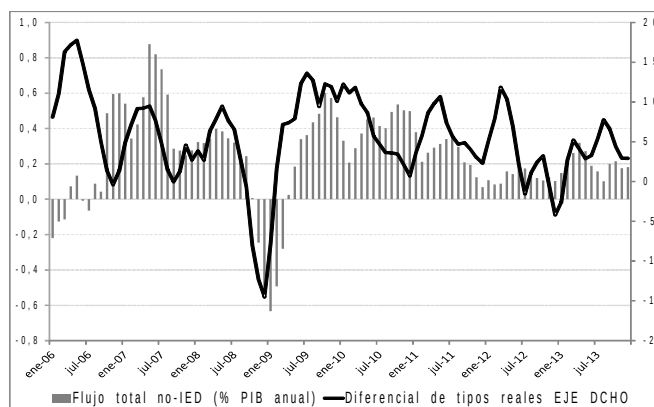


Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil, Banco Central de Chile y Chicago Board Options Exchange (véase el anexo II para más detalles)

Ya en 2009 la inversión se recupera y se produce un nuevo máximo relativo de inversión entrante en octubre de ese año, aunque muy inferior al valor máximo previo a Lehman Brothers que se alcanzó en mayo de 2007. Este hecho, junto al importante descenso de los flujos que se inicia en noviembre de 2009 y se prolonga hasta febrero de 2010, sugiere que la regulación de flujos de capital que se reactiva de nuevo en octubre de 2009 podría haber sido eficaz, pues la aversión al riesgo crece levemente entre octubre y noviembre pero decrece claramente en diciembre y enero, mientras que el diferencial de rentabilidades oscila levemente durante estos meses pero

siempre con valores superiores al 10% (gráfico 5.3).

Gráfico 5.3. Brasil (2006-2013): flujos brutos entrantes totales distintos a la IED (datos en promedios móviles de 4 meses) y diferencial de tipos de interés real con el exterior



Fuente: elaboración propia. Datos del International Monetary Fund, Banco Central de Reserva del Perú, Banco Central de Brasil y Bureau of Labor Statistics (véase el anexo II para más detalles)

Walker (2010, p. 33) no comparte este diagnóstico, y en un análisis estadístico que publica el IMF no detecta efecto alguno sobre el volumen de flujos en este periodo de tiempo, si bien esta cuestión se analiza de forma poco detallada.

En octubre de 2010 se alcanza un nuevo máximo relativo en la inversión entrante y es, de nuevo, inferior al anterior. Además, los datos de flujos mensuales sin promediar indican una caída de inversión no-IED entre octubre y noviembre desde el 0,67% del PIB al 0,17% del PIB, y la caída continúa mes a mes hasta febrero de 2011. De nuevo estos hechos podrían conectarse con la regulación de flujos de capital, que se endurece de forma muy marcada en octubre de 2010.

A partir de octubre de 2010 el indicio de regulación eficaz es quizá más claro que en 2009, pues la aversión al riesgo es decreciente en este periodo y el diferencial de rentabilidades reales decrece levemente entre octubre y noviembre de 2010 pero crece con fuerza a partir de diciembre y lo seguirá haciendo hasta mayo de 2011. Pereira da Silva y Harris (2012, p. 29), del Banco Central de Brasil, razonan a partir de datos de flujos netos y consideran que como mínimo los flujos de cartera de renta fija se habrían resentido a raíz del endurecimiento del IOF en octubre de 2010.

La regulación alcanza su punto de mayor intensidad de todo el periodo analizado entre agosto y diciembre de 2011. Al mismo tiempo descenden con fuerza los flujos

agregados y también la partida de otras inversiones, una de las que más preocupa a las autoridades porque computa gran parte de la financiación que captan en divisas los bancos. También descienden con claridad el descuadre cambiario de los bancos y su exposición a derivados de tipo de cambio (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 30,31). Todos estos fenómenos son coherentes con una regulación eficaz, y también apoya esta hipótesis una opinión unánime entre las personas entrevistadas, y es que el IOF sobre el nocional de los contratos futuros introducido a finales de julio de 2011 tiene un impacto psicológico importante en el sector financiero porque supone una señal muy clara desde las instituciones al sector financiero, poniendo de manifiesto que la actuación decidida y coordinada de Gobierno y Banco Central ha permitido afectar un segmento del mercado que parecía inalcanzable, como era el nocional de los contratos derivados.

Pero lo cierto es que la dinámica de los flujos totales, de la partida de otras inversiones y de los descuadres cambiarios de los bancos pueden entenderse también razonablemente bien teniendo en cuenta la aversión al riesgo que crece a partir de agosto de 2011 por la crisis de confianza derivada de los problemas de deuda soberana en la zona euro y, si se quiere otro factor más, el descenso ininterrumpido del diferencial de tipos reales entre mayo y noviembre de 2011.

Por lo tanto, no puede atribuirse con certeza a la regulación la responsabilidad del descenso de la inversión durante la segunda mitad de 2011. Parece razonable pensar que un esfuerzo regulador realmente notable como el que tiene lugar durante ese año debiera tener efectos visibles, pero el cambio abrupto en la coyuntura internacional desde agosto de 2011 simplemente impide constatarlo, algo en lo que también coinciden prácticamente todas las personas entrevistadas.

Es interesante también analizar la tendencia de la inversión entre 2009 y 2011. Los datos de flujos promediados en cuatro meses indican que los sucesivos máximos relativos son cada vez menos intensos, del 0,6% del PIB en octubre de 2009, del 0,54% del PIB en octubre de 2010 y del 0,36% del PIB en julio de 2011. Durante todo este tiempo la aversión al riesgo presenta una tendencia decreciente, según indica el VIX, o bien se mantiene relativamente estable, según el EMBI Global. Dado que no hay un patrón claro para el diferencial de rentabilidades, parece que existirían indicios de que la regulación podría haber contribuido a apaciguar la inversión, que habría sido fuertemente cíclica entre abril de 2009 y diciembre de 2011, pero con máximos relativos cada vez menores a pesar de que la aversión al riesgo disminuye.

A partir de enero de 2012 la inversión es de nuevo oscilante, con los máximos relativos

más pequeños de todo el periodo analizado: 0,18% del PIB en junio de 2012, 0,32% del PIB en abril de 2013 y 0,22% del PIB en octubre de 2013. Esto puede ser coherente con unos diferenciales de rentabilidad algo menores que en las dos fases anteriores, pero no lo es tanto con una aversión al riesgo comparable a la del periodo 2009-2011 y apenas algo superior a la época previa a 2008. Por lo tanto, esto podría sugerir de nuevo cierta eficacia en las medidas de regulación, que aunque comienzan a aligerarse en diciembre de 2011, lo hacen de forma muy paulatina, habiendo incluso a final de 2013 varios ámbitos en los que la regulación es más restrictiva que antes del inicio de la segunda oleada reguladora en octubre de 2009.

La literatura ofrece resultados variados respecto a la cuestión que se discute. Diversas valoraciones preliminares sugieren que se habría logrado un efecto disminuyendo el volumen de flujos, ya sea agregados (International Monetary Fund, 2012d, p. 73, 2010c; Prates, 2012) o de cartera (International Monetary Fund, 2013c, p. 27,61). En cuanto a trabajos econométricos, el análisis del IMF (2013a, pp. 18–22) concluye que la regulación de IOF entre marzo de 2008 y junio de 2012 se correlacionaría con una disminución de los flujos de cartera, mientras que para Baumann y Gallagher (2012) la regulación aplicada entre enero de 2009 y diciembre de 2011 no habría tenido efecto en el volumen de flujos totales ni en el volumen de flujos totales distintos a la IED. La discrepancia de estos resultados puede deberse al distinto periodo temporal, a que las medidas consideradas no son exactamente las mismas y a las diferentes técnicas utilizadas para tener en cuenta la regulación en los modelos econométrico estimados.

Por último, hay también quien utiliza datos de asignación de cartera de fondos de inversión en renta variable para rastrear efectos del IOF de Brasil y las conclusiones son también diversas. Algunos autores detectan efecto del IOF en forma de disminución de la exposición de carteras a Brasil (Forbes et al., 2011; Fratzscher, 2014) mientras que otros construyen escenarios contrafácticos sintéticos y no detectan efecto alguno de la regulación sobre los flujos destinados a Brasil (Jinjarak et al., 2013, 2012). El diferente periodo temporal considerado puede ser aquí una de las causas de la discrepancia en los resultados.

En conjunto, hay indicios en la literatura de que la regulación habría sido eficaz disminuyendo el volumen de flujos entrantes, pero el hecho de que haya diagnósticos en sentido contrario indica que los efectos no son incuestionables, y que su detección depende fuertemente del periodo analizado, las medidas consideradas y las técnicas utilizadas. El análisis realizado en el presente trabajo puede considerarse consistente con la literatura, pues sugiere también algunos indicios de eficacia alterando el volumen de los flujos, si bien los efectos atribuibles a la regulación serían en cualquier

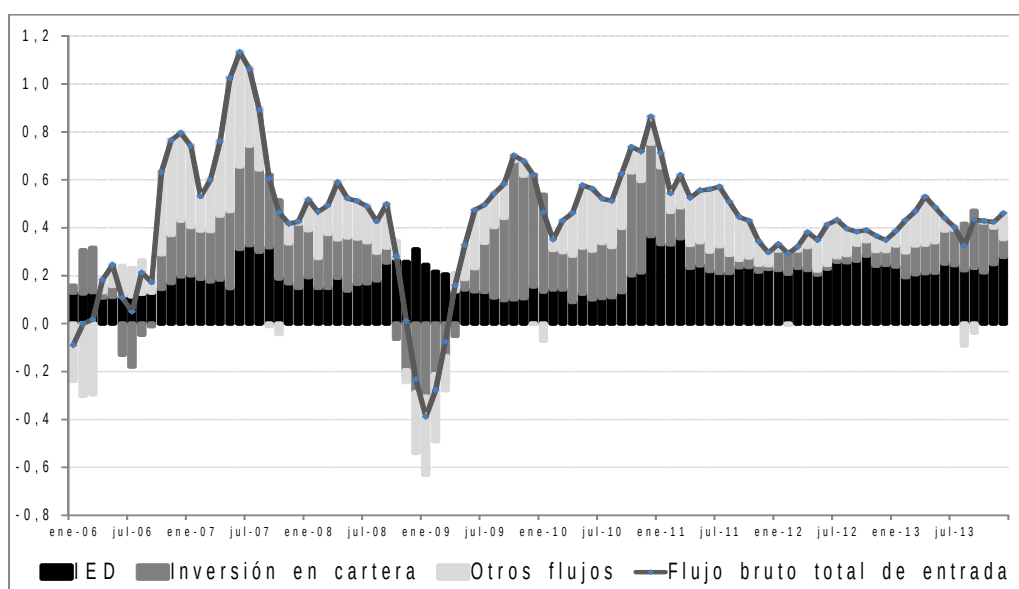
caso discretos.

5.5.2. Eficacia alterando la composición de los flujos brutos de entrada

Parece haber tres ámbitos en los que podría detectarse un efecto de la regulación alterando la composición de los flujos brutos de entrada: la proporción entre IED (no afectada por la regulación) y flujos distintos a la IED; la relación entre flujos de renta fija y renta variable dentro de los flujos de cartera, pues la renta fija está desincentivada en mayor medida por la regulación; por último, la relación entre flujos de largo y corto plazo dentro de la partida de otras inversiones, pues de nuevo las segundas están desincentivadas en mayor grado por la regulación.

La proporción entre flujos IED y flujos distintos a la IED parece cambiar a partir de diciembre de 2010. Además de que los flujos no-IED tienen una tendencia decreciente en la segunda fase inversora (abril 2009-diciembre 2011), la IED parece incrementar su nivel medio a partir de diciembre de 2010 (gráfico 5.4).

Gráfico 5.4. Brasil (2006-2013): flujos brutos de IED, cartera y otras inversiones (datos en promedios móviles de 4 meses, % del PIB anual)



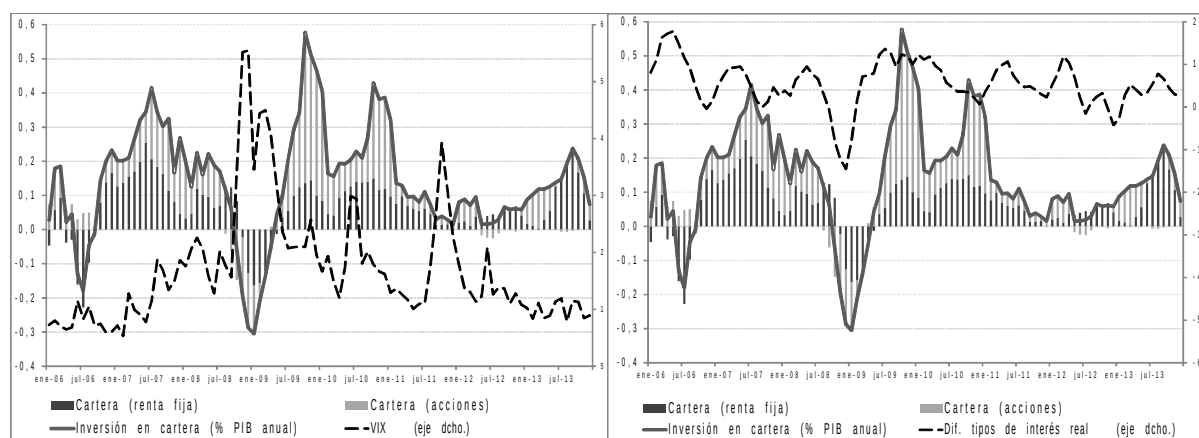
Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil (véase el anexo II para más detalles)

No puede descartarse que el fuerte endurecimiento de la regulación sobre la inversión en renta fija en octubre de 2010 tenga parte de responsabilidad en este fenómeno, una hipótesis que sugiere por ejemplo la OECD (2011, p. 17,64) y que es defendida con

fuerza por el Gobernador del Banco Central en una intervención en el IMF (Tombini, 2013b) y también por Walker (2010) en un análisis que se integra precisamente en un informe del IMF. Sin embargo, esto debe considerarse un indicio débil, que requeriría para ganar solidez un análisis detenido de la IED y todos los factores que contribuyen a su comportamiento, algo fuera del alcance de este trabajo.

En cuanto a la inversión de cartera, tanto la partida de renta fija como la de renta variable parecen responder claramente a los endurecimientos reguladores de octubre de 2009 y octubre de 2010 con disminuciones intensas a partir de noviembre de 2009 y 2010 respectivamente. Al igual que ocurre con los flujos agregados, este comportamiento no parece poder explicarse atendiendo solamente a la aversión al riesgo y al diferencial de rentabilidades (gráfico 5.5).

Gráfico 5.5. Brasil (2006-2013): Flujos entrantes de cartera (datos en promedios móviles de 4 meses), aversión al riesgo y diferencial de rentabilidades reales



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil, Chicago Board Options Exchange, International Monetary Fund, Banco Central de Reserva del Perú y Bureau of Labor Statistics (véase el anexo II para más detalles)

Sin embargo, al ser la partida de renta variable la que sufre las caídas más importantes respecto a sus valores anteriores, el resultado es que la intensificación de la regulación tanto en octubre de 2009 como en octubre de 2010 supone un incremento del peso relativo de la renta fija sobre el total, justo lo contrario de lo que en principio podría pensarse que es el objetivo de la regulación.

La tercera fase inversora, concretamente el año 2013, probablemente ofrece una prueba en favor de la eficacia de la regulación para alterar la composición de la inversión de cartera. La partida de renta variable domina la inversión de cartera de forma clara hasta el mes de junio, en que se produce un cambio radical y casi la

totalidad de esta partida pasa a ser inversión en renta fija. Este fenómeno es evidente tanto con datos mensuales individuales como promediados a lo largo de cuatro meses, y coincide con la eliminación del IOF sobre este tipo de inversión (desde un valor del 6%) a principios de ese mes de junio. Parece claro que los inversores responden con fuerza a la eliminación de la regulación impositiva, y de ello podría deducirse que antes de dicha eliminación también sus decisiones se estaban viendo afectadas por el IOF existente, aunque esto es altamente especulativo. Se trata por lo tanto de otro indicio débil de la eficacia de la regulación.

Por último, las medidas que presumiblemente podrían alterar el plazo de vencimiento de los flujos de la categoría de otras inversiones son el IOF para bancos que captan divisas por préstamos o emisión de títulos en el exterior y el requerimiento de reservas para las ventas de divisas al contado de los bancos, medidas que comienzan a aplicarse en marzo de 2011, alcanzan su punto culminante de intensidad en marzo de 2012 y comienzan a aligerarse en junio de 2012 para desaparecer casi totalmente en julio de 2013.

Los datos de Pereira da Silva y Harris (2012, pp. 32–33) muestran que efectivamente se habría logrado ampliar el plazo de vencimiento de este tipo de financiación. Entre marzo y abril de 2011, coincidiendo con la primera intensificación de las medidas, pierden peso sobre el total la financiación tanto con vencimiento inferior a un año (del 49,5% al 0,3%) como con vencimiento entre uno y dos años (del 26,6% al 9,2%). El endurecimiento de marzo de 2012, cuando el IOF del 6% pasa a afectar a toda la financiación de vencimiento inferior a 1800 días, también parece tener efecto, porque el peso de la financiación captada a más de 1800 días entre enero y mayo de 2012 aumenta del 58% hasta el 93%. Este comportamiento es coherente también con una aversión al riesgo que crece fuertemente durante este periodo, pero los cambios son muy bruscos y totalmente correlacionados en el tiempo con las modificaciones de la regulación. Lo más lógico parece suponer que efectivamente la regulación es eficaz modificando el peso de los préstamos y títulos emitidos de corto plazo dentro de la financiación en divisas captada del exterior.

La literatura parece concordar en que la regulación de Brasil habría sido eficaz modificando la composición de los flujos. Hay análisis de coyuntura y valoraciones preliminares afirmando este hecho, tanto por parte de las autoridades brasileñas (Tombini, 2013a) como del IMF (2012d, 2011c) y de la academia (Prates, 2012). Por su parte, dos trabajos más detallados de análisis de series temporales de Baumann y Gallagher (2012) y del IMF (2013a, pp. 18–22), centrados respectivamente en los periodos enero 2009–diciembre 2011 y marzo 2008–junio 2012, detectan también que

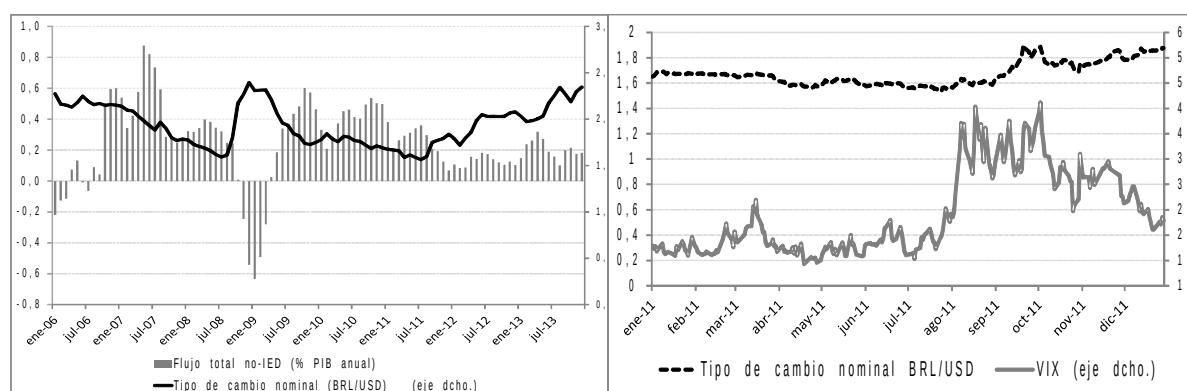
la regulación habría logrado incrementar el peso de los flujos de más largo plazo.

5.5.3. Indicadores auxiliares de eficacia: tipo de cambio, crédito, precio de activos e independencia de la política monetaria

Los razonamientos ofrecidos en este epígrafe deben considerarse como diagnósticos muy preliminares, pues un análisis más profundo exigiría la consideración de otras variables, acaso más relevantes que la propia regulación de los flujos de capital, que no han sido tenidas en cuenta en el presente trabajo.

El tipo de cambio nominal es la variable que más preocupa al Ministerio de Economía y que motiva su fuerte apuesta a partir de 2009 por el IOF. El BRL brasileño presenta una senda de apreciación desde 2006 que solo se interrumpe entre julio y diciembre de 2008 para continuar después hasta agosto de 2011, mes en el que el tipo de cambio inicia una tendencia de depreciación que se mantiene hasta final de 2013 (gráfico 5.6).

Gráfico 5.6. Brasil: flujos no-IED (datos en promedios móviles de 4 meses) y tipo de cambio nominal BRL/USD (2006-2013); Tipo de cambio nominal BRL/USD y aversión al riesgo (2011)



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil y Chicago Board Options Exchange (véase el anexo II para más detalles)

Parece haber una asociación clara entre el nivel de los flujos entrantes de inversión distintos a la IED y la tendencia del tipo de cambio, ya que las épocas de depreciación coinciden con salidas de capital extranjero – final de 2008- o como mínimo con niveles bajos aunque positivos de entradas de inversión -desde agosto de 2011. Este análisis en datos mensuales no añade nada a la discusión sobre si la regulación ha sido eficaz alterando el volumen de flujos, pero es ilustrativo en este sentido el análisis de datos

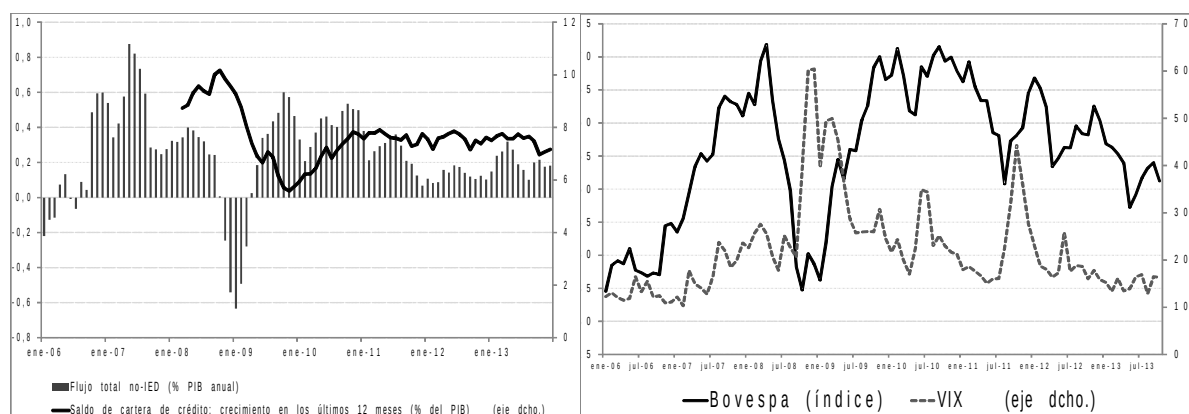
diarios durante el verano de 2011, porque permite ver que el tipo de cambio nominal comienza a apreciarse a finales de agosto, cuando la aversión al riesgo había comenzado a crecer apenas un mes antes por la crisis de la deuda soberana en la zona euro (gráfico 5.6).

Si el tipo de cambio pasa a apreciarse justo después de que crezca la aversión al riesgo y se supone que el tipo de cambio está determinado en gran medida por la afluencia de inversión, esto apoya la conjetura, ya discutida con los datos mensuales, de que el descenso en los flujos entrantes a partir de julio y sobre todo agosto de 2011 probablemente tiene mucho que ver con la aversión al riesgo.

En la literatura que se ha revisado la mayoría de análisis preliminares o de coyuntura tienden a atribuir a la regulación cierta responsabilidad bien en el aminoramiento de la apreciación cambiaria a lo largo del periodo analizado, bien en su depreciación a partir de 2011 en el caso de los trabajos posteriores a ese año (Bank for International Settlements, 2010, p. 10; Carneiro y Rossi, 2012, p. 17; Gallagher, 2011b; Holland, 2014, p. 299; International Monetary Fund, 2012d, p. 22; Itaú BBA, 2013; Kiguel y Yeyati, 2009; Paula y Prates, 2013a, p. 23; Prates, 2012). Sin embargo, el IMF (2011c, p. 58) afirma lo contrario en su amplia revisión de distintas medidas de regulación de flujos de capital en países emergentes, que en el caso de Brasil abarca de marzo de 2008 a octubre de 2010. En cuanto a los trabajos econométricos, hay también división de opiniones. Para algunos autores como Baumann y Gallagher (2012) o Roure *et al.* (2013) la regulación habría aminorado la apreciación cambiaria en el periodo analizado, mientras que para Chamon y Garcia (2014) no se detectaría efecto alguno en este sentido. De nuevo la variedad de resultados puede responder a la diferencia en los periodos analizados, en las medidas que se tienen en cuenta o en las técnicas utilizadas.

Por lo que respecta al mercado crediticio, el crecimiento anual del crédito como % del PIB parece estabilizarse a partir de 2010 en comparación con los años 2008 y 2009 en los que hay fluctuaciones muy bruscas (gráfico 5.7). Es razonable pensar que el incremento de la cartera de crédito pueda relacionarse en cierta forma con los flujos entrantes de inversión, en la medida en que buena parte de dichos flujos son directamente pasivos bancarios. Así, aceptando la hipótesis de que es la regulación la responsable de que entre 2009 y 2011 los flujos tengan un volumen medio decreciente, podría suponerse que la estabilización del crédito es un síntoma indirecto de ello, como por ejemplo sostiene el presidente del Banco Central de Brasil (Tombini, 2013a).

Gráfico 5.7. Brasil (2006-2013): flujos distintos a la IED (datos en promedios móviles de 4 meses), crecimiento del crédito, índice Bovespa y aversión al riesgo de los inversores



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Brasil y Banco Central de Chile (véase el anexo II para más detalles)

Pereira da Silva y Harris (2012, p. 26), en su trabajo publicado por el Banco Central de Brasil, afirman que la regulación prudencial sobre el crédito bancario (que en este análisis se ha considerado una regulación de flujos de capital indirecta) habría tenido responsabilidad en promover un patrón más saludable de crédito a hogares en general, algo que identifican igualmente Martins y Schechtman (2013), también del Banco Central, específicamente en lo que se refiere al crédito para la compra de automóviles. Ahora bien, lo más lógico es que esto sea resultado de una influencia directa entre regulación prudencial y crédito, sin mediación de los flujos de capital que es lo que centra la atención de este análisis. Por lo tanto, no parece haber indicios importantes de eficacia de la regulación de los flujos de capital en el mercado de crédito.

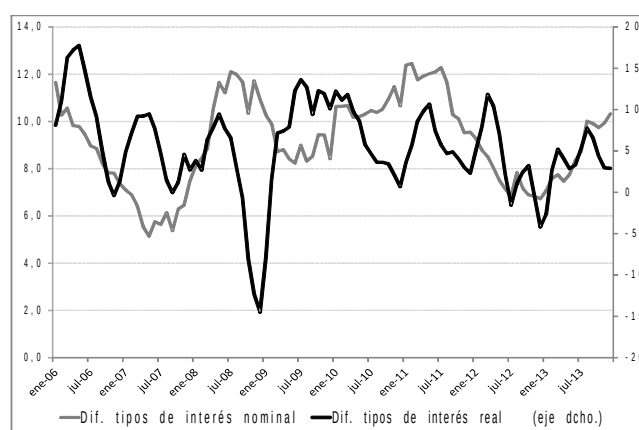
En cuanto al ritmo de apreciación de los activos, el índice bursátil Bovespa parece tener una tendencia decreciente a partir de 2009 (gráfico 5.7), lo que podría ser un síntoma de regulación eficaz atemperando la presión de los flujos de cartera, pero de nuevo sería necesario considerar otros muchos factores para sustentar esta hipótesis, como por ejemplo la oferta de títulos disponibles.

Un trabajo preliminar de Gallagher (2011b) sugiere una cierta desconexión entre el comportamiento del índice Bovespa y la actividad bursátil de la región de América Latina coincidiendo con el endurecimiento de la regulación de flujos de capital en Brasil, mientras que Baumann y Gallagher (2012), mediante un análisis más detallado de series temporales, interpretan que la regulación entre enero de 2009 y diciembre de

2011 se correlacionaría con un atemperamiento en el comportamiento del índice bursátil Bovespa, aunque se trataría de un efecto pequeño y poco duradero. Es interesante resaltar la fuerte asociación entre la aversión al riesgo y el índice Bovespa (gráfico 5.7). El vínculo más importante entre ambas variables es la inversión de cartera, lo que refuerza la importancia de la aversión al riesgo como factor impulsor de los flujos de cartera, y por lo tanto en buena medida de los flujos agregados.

Por último, cabe mencionar como indicador indirecto de eficacia el margen de maniobra disponible para la política monetaria en forma de mayores diferenciales de tipos de interés entre Brasil y el exterior. El análisis visual de los datos de los diferenciales de tipo de interés real y nominal no es concluyente (gráfico 5.8).

Gráfico 5.8. Brasil (2006-2013): diferenciales de tipos de interés nominal y real entre Brasil y el exterior



Fuente: elaboración propia. Datos de International Monetary Fund y Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

El diferencial de tipos reales mantiene su carácter fuertemente oscilante durante todo el periodo analizado, aunque quizá los valores máximos sería algo menores a partir de 2009 cuando la regulación es más intensa. Por su parte, el diferencial de tipos nominales sí parecería ampliarse entre 2009 y 2011, coincidiendo con la época de mayor endurecimiento de la regulación, lo que sugeriría una regulación eficaz dotando de mayor independencia a la política monetaria. Pero no puede afirmarse nada concluyente porque la cuestión no es solo si se amplía el diferencial de tipos de interés, sino más bien si las consecuencias que tiene dicha ampliación en términos de mayor afluencia de flujos y apreciación cambiaria son menores gracias a la presencia de la regulación, cuestión que excede el alcance de este trabajo.

Por tanto, el diagnóstico respecto al mayor margen de maniobra para la política

monetaria remite como mínimo al análisis sobre el efecto de la regulación en el volumen de flujos entrantes así como al comportamiento del tipo de cambio, sobre el que ya se ha discutido.

La literatura es relativamente unánime atribuyendo a la regulación cierta responsabilidad en la ampliación del diferencial de tipos nominales. Eso es lo que sugiere el análisis preliminar de Gallagher (2011b, pp. 20–26), y también los análisis econométricos que con diferentes metodologías llevan a cabo Baumann y Gallagher (2012), Chamon y Garcia (2014) y Baba y Kokenyne (2012, p. 20), si bien los tres trabajos anteriores detectan efectos tímidos.

5.5.4. Balance: un marco de regulación influyente pero no determinante

Vale la pena repasar brevemente toda la evidencia recopilada para tratar de esclarecer la cuestión de la eficacia de la regulación de los flujos de capital. En primer lugar, hay tres indicios de que la regulación de flujos de capital habría sido eficaz disminuyendo el flujo agregado de inversión entrante bruta distinta a la IED: el apaciguamiento paulatino de la tendencia inversora a lo largo del periodo de mayo de 2009 hasta diciembre de 2011, con máximos relativos cada vez más débiles; el bajo nivel medio de inversión entre enero de 2012 y diciembre de 2013; por último, el descenso de los flujos que se inicia tanto en noviembre de 2009 como en noviembre de 2010 tras los endurecimientos de la regulación de octubre de 2009 y octubre de 2010 respectivamente. Los descensos abruptos de inversión en 2008 y sobre todo en 2011, éste último cuando la regulación alcanza su punto culminante, son compatibles con la eficacia de la regulación pero no puede decirse que sustenten con fuerza esta hipótesis ya que pueden explicarse bien sobre todo por la aversión al riesgo, pero también por el diferencial de rentabilidades.

En segundo lugar, parece haber también tres síntomas de que la regulación habría sido eficaz alterando la composición de los flujos de forma que ganaran peso flujos de plazo de vencimiento mayor: la regulación impositiva endurecida entre marzo de 2011 y marzo de 2012 incentiva claramente un mayor peso de la financiación externa de largo plazo en forma de préstamos y emisión de títulos en el exterior; el incremento súbito del peso de la inversión en renta fija dentro de la inversión de cartera a partir de junio de 2013, coincidiendo con la eliminación del IOF que le afectaba anteriormente, sugiere indirectamente que esta medida podría haber modulado el comportamiento de los inversores también con anterioridad, quizá incluso desde 2009; por último, a partir de diciembre de 2010 se aprecia un mayor nivel medio de IED, lo que puede sugerir

una cierta redirección de los inversores hacia esta vía de entrada a raíz del endurecimiento impositivo sobre la renta fija en octubre de 2010. Los síntomas segundo y tercero deben considerarse indicios más bien débiles.

En tercer lugar, hay tres ámbitos en los que podrían detectarse efectos indirectos de la regulación de flujos de capital. Parece que hay una conexión entre tipo de cambio, el crédito y el mercado bursátil, por un lado, y los flujos de capital por la otra. En la medida en que se estime que la regulación explica una parte importante del comportamiento de los flujos, cabría atribuirle también a esta política un efecto indirecto sobre tipo de cambio, mercado de crédito y mercado bursátil, recordando, eso sí, que estas tres variables se ven influidas por otros muchos factores causales distintos a los flujos y su regulación, que acaso sean incluso más relevantes pero que no se han tenido en cuenta. Por tanto, puede haber aquí algún indicio de eficacia, pero debe tomarse con gran cautela y además no se trata de un indicio nuevo porque el punto central de la discusión sigue siendo si hubo o no hubo efecto sobre el volumen agregado de flujos. Lo que permite este análisis de posibles efectos indirectos -concretamente sobre el tipo de cambio y mercado bursátil- es sustentar con más fuerza la hipótesis de que la aversión al riesgo es una variable de gran importancia para explicar los flujos. Ello justifica aún más la prudencia a la hora de atribuir a la regulación de flujos de capital responsabilidad en el comportamiento de la inversión.

Así pues, con todas las cautelas a las que obligan las limitaciones en los datos utilizados y la metodología de análisis, la información analizada sugiere que la regulación de flujos de capital de Brasil entre 2008 y 2013 logra tener cierta influencia en el comportamiento de los flujos entrantes de inversión, tanto disminuyendo el volumen de inversión que llega como alterando su composición de forma que ganen peso flujos de mayor plazo de vencimiento. Los indicios apuntan a una influencia moderada y no a un efecto drástico.

5.6. La regulación de Brasil en perspectiva

5.6.1. Notable agilidad adaptando la regulación para evitar que sea sorteada o evadida

La secuencia temporal de medidas de regulación a partir de octubre de 2010 indica que hay una intensa actividad por parte de las autoridades para atajar todas las vías, legales e ilegales, por las que los inversores logran exposición a la economía brasileña sin asumir el coste que impone la regulación impositiva inicial sobre la inversión en renta fija y variable. Los incentivos para evitar dichos costes son muy fuertes, dados

los elevados diferenciales de rentabilidad accesibles a quien lo consiga (Paula y Prates, 2013a, p. 26).⁵⁴ Los caminos en principio útiles para sortear la regulación son numerosos e implican la utilización de las tres vías de entrada de inversión descritas: adquisición de activos emitidos en Brasil, participación en el mercado de futuros y préstamo de divisas a los actores brasileños en el exterior.

Es especialmente delicado el proceso de ajuste de la regulación para afectar a la financiación que los bancos reciben en divisas desde el exterior y al mercado de derivados. En ambas dinámicas es destacable el papel principal que juegan los bancos para permitir que la liquidez entre en Brasil por las vías en que la regulación es más tenue. Sin los bancos domésticos los inversores domésticos no hubieran logrado una presencia tan importante en el mercado de futuros apostando a la apreciación del BRL porque no hubieran encontrado quien hiciera de contraparte en los contratos a un precio atractivo. Y de nuevo los bancos son el colaborador imprescindible para el inversor extranjero cuándo éste trata de prestar divisas sin pasar por el mercado de cambio y evitando el pago del IOF. Es el banco el que, por las particularidades de la regulación cambiaria, puede introducir la financiación que ha captado fuera sin pagar IOF alguno y por tanto sin trasladar coste alguno adicional al financiador externo.

Las autoridades afrontan todas estas situaciones con decisión y la regulación se intensifica con medidas muy relevantes que culminan en julio de 2011 con el establecimiento del impuesto al nocional de los futuros de tipo de cambio. El efecto sobre los flujos de inversión es muy difícil de constatar al desatarse a partir de ese momento la crisis de confianza por la deuda soberana en la zona euro, pero es indudable que ejemplifica la determinación con la que las autoridades se involucran en la tarea de evitar que las dinámicas de inversión extranjera desestabilicen el sistema financiero y continúen apreciando el tipo de cambio. Adicionalmente, una vez que los circuitos legales para sortear la regulación han sido mitigados, el sistema de regulación es capaz también de frenar un circuito de evasión, fraudulento, mediante la financiación a los exportadores.

5.6.2. Coordinación entre instituciones, variedad y complementariedad de herramientas

Dos hechos caracterizan al entramado regulador de Brasil, sobre todo cuando alcanza su máxima intensidad entre 2011 y 2012. El primero es la variedad de las medidas que se aplican. Hay medidas administrativas y de precios, incluyendo estas últimas

⁵⁴ Como orientación, el diferencial entre el tipo nominal de las letras del tesoro y el LIBOR a 3 meses ha oscilado en el periodo 2006-2013 entre el 5% y el 12% (Banco Central do Brasil, n.d.; International Monetary Fund, n.d.).

impuestos sobre inversores extranjeros y sobre actores domésticos así como regulación prudencial sobre activo y pasivo bancarios y sobre la actividad cambiaria. No es posible establecer una jerarquía entre las distintas herramientas aplicadas en Brasil, pues todas ellas son necesarias para responder a los diversos retos que los flujos entrantes comportan (Paula y Prates, 2013a, p. 26).

Parece ser particularmente relevante el hecho de que entre las medidas utilizadas se encuentren los impuestos aplicados por el Ministerio de Economía. Según algunas de las personas entrevistadas, esto transmite un mensaje claro a los agentes en el sentido de que el Gobierno, y toda su administración tributaria, está implicado activamente en esa cuestión conjuntamente con el Banco Central. Esto hace que la regulación se perciba como mucho más potente que si por ejemplo toda la gestión de flujos de capital descansara en el Banco Central y sus medidas de regulación prudencial que solo afectan a las empresas financieras. Cuando el Gobierno se implica utilizando los impuestos, la tarea de controlar el cumplimiento de la regulación no la lleva a cabo en exclusiva el aparato administrativo del Banco Central, focalizado en el sector financiero, sino que cuenta también con la participación de la administración tributaria, percibida como muy fuerte en su capacidad de seguimiento y control de toda la actividad económica.

Además de la variedad de las medidas aplicadas, destaca también su complementariedad y el alto grado de coordinación que a partir de 2010 muestran todas las instituciones con responsabilidad en materia de regulación de flujos de capital. Dos actuaciones concretas ejemplifican claramente esta actuación coordinada. La primera tiene lugar en octubre de 2010, cuando el Consejo Monetario Nacional adopta una medida administrativa clave, la obligación de “entrar y salir” del país para quien quiera cambiar el destino de su inversión, a fin de evitar que sea fácilmente sorteable el IOF sobre renta fija y variable que el Ministerio de Economía acaba de endurecer notablemente durante ese mismo mes (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 28,29).

La segunda actuación destacable se extiende entre octubre de 2010 y julio de 2011, cuando se trata de mitigar la captación de financiación externa en divisas por parte de bancos y empresas, parcialmente relacionada con la actividad del mercado de derivados. Banco Central, Ministerio de Economía y Consejo Monetario Nacional conforman un conjunto de medidas amplio y variado, que contribuyen a una misma finalidad y son complementarias en la medida en que la ausencia de cualquiera de ellas comprometería seriamente la eficacia del resto.

La complementariedad de las medidas aplicadas ya es visible en la fase de diseño de las mismas, y se deriva probablemente de la notable sintonía de las instituciones reguladoras en este ámbito. Tanto el Ministerio de Economía como el Banco Central identifican explícitamente los flujos de capital como una dinámica que debe ser objeto de regulación. Es cierto que cada institución identifica un síntoma de dicha dinámica como el más relevante -el tipo de cambio para el Ministerio de Economía y las cuestiones monetaria y macroprudencial para el Banco Central-, pero lo relevante es que la necesidad de atemperar los flujos de capital y los problemas y riesgos que comportan forma parte de la justificación expresa con la que ambas instituciones explican las medidas que ponen en marcha.

Por último, la existencia de una instancia de coordinación formal en materia financiera como el Consejo Monetario Nacional es muy relevante. Cabe considerarla como un factor que favorece claramente la coordinación, porque tiene un mandato legal en materia de estabilidad macroprudencial y porque además se muestra activa adoptando medidas de regulación que son decisivas para hacer eficaces otras medidas, tanto en el mercado de títulos como en el de futuros. Pero el Consejo Monetario es sobre todo un síntoma inequívoco de una voluntad de coordinación por parte de Gobierno y Banco Central. Es esa voluntad, de la que emana la creación de una instancia de coordinación formal como el Consejo Monetario, la que parece bastante asentada en la cultura institucional brasileña y que constituye un elemento muy importante que parece favorecer la eficacia de la regulación de flujos de capital.

5.6.3. Capacidades institucionales

Brasil tiene una historia reciente muy rica en el diseño de políticas activas de regulación monetaria, cambiaria y fiscal. Esto quiere decir que a la hora de afrontar los retos que supone el auge de la inversión entrante, tanto el Gobierno como el Banco Central utilizan herramientas sobradamente probadas. El IOF, por ejemplo, es solamente uno de los diversos impuestos en Brasil cuyo objetivo no es recaudar sino modular comportamientos, y su formato legal actual está establecido desde 1988. Algo similar puede decirse de las herramientas del Banco Central, ninguna de las cuales ha sido introducida por primera vez con motivo de la regulación de flujos de capital.

Probablemente como consecuencia de lo anterior Brasil tiene también, como insisten muchas de las personas entrevistadas, un aparato burocrático amplio y experimentado tanto en la administración tributaria como en el Banco Central. La experiencia en el diseño y aplicación de las medidas de regulación por parte de todas las instituciones

implicadas sin duda parece una condición necesaria para que una regulación sea eficaz.

Otro rasgo institucional destacable es la enorme cantidad de información accesible a las instituciones sobre lo que acontece en los mercados financieros, algo que destacan muchas de las personas entrevistadas como un hecho reseñable en el contexto de América Latina. Un primer ejemplo es que toda compraventa de divisas exige cumplimentar un contrato de cambio registrado por el Banco Central, y ese procedimiento está absolutamente instaurado e incorporado en la rutina de funcionamiento de la institución. Eso facilita enormemente la aplicación de un impuesto como el IOF, que discrimina en función del destino que el inversor extranjero le dará a la moneda brasileña adquirida, pues no se necesita implantar ninguna innovación administrativa sino simplemente aprovechar una figura legal, el contrato de cambio, plenamente implantada.

Un segundo ejemplo lo constituye el mercado de derivados de tipo de cambio. Este mercado está abrumadoramente dominado por el segmento organizado de los futuros, con lo que es bastante transparente para las autoridades en cuanto a volumen de operaciones e identidad de los participantes. Pero incluso los derivados cambiarios que se negocian en el mercado no organizado OTC deben registrarse obligatoriamente en alguna de las plataformas autorizadas si quieren tener validez legal. Ambos hechos, realmente singulares incluso en comparación con las economías más ricas, sin duda facilitan el diseño y aplicación de regulación sobre estos mercados.

Un tercer ejemplo de amplio acceso a la información, sugerido por algunas de las personas entrevistadas, deriva de la participación de la burocracia recaudatoria dentro del entramado de regulación de flujos de capital. El hecho de que haya una figura impositiva permanente como el IOF que afecta a multitud de transacciones financieras permite al Gobierno, independientemente del tipo impositivo aplicado, tener información precisa y directa de cuanto acontece en los mercados a través de los datos de recaudación que deben reportar a la administración tributaria todos los agentes que hacen de intermediarios en la recaudación. Sin duda, el acceso a información por parte del Gobierno y del Banco Central es también una condición que favorece en gran medida el diseño y la aplicación de medidas de regulación de flujos de capital.

5.6.4. Ausencia de restricciones externas para la regulación

Otro elemento útil para contextualizar adecuadamente la regulación de flujos de capital brasileña es el hecho de que no existe restricción alguna para aplicar ningún tipo de regulación, incluso de forma discriminatoria hacia los inversores extranjeros, por causa de marcos legales bilaterales o multilaterales que el país tenga suscritos en los ámbitos del comercio o la inversión.

Brasil a menudo tiene una posición bastante crítica con el IMF, que se limitaría a aceptar la actividad reguladora de muchos países -en especial Brasil- frente a los flujos entrantes, cuando lo deseable sería, a juicio de Brasil, que la apoyara explícitamente ofreciendo incluso su ayuda para que tuviera éxito (Mantega, 2013, 2012a, 2012b). Pero lo cierto es que Brasil no tiene compromiso alguno específico con el IMF, ni parece haber evidencia de que el IMF haya presionado a este país para no aplicar este tipo de regulación, más allá del hecho testimonial de señalarlo en 2011 como uno de los países que aplica “controles de capitales”, con la carga peyorativa que esto puede suponer (International Monetary Fund, 2011c, p. 41).

Tampoco tiene Brasil restricción alguna derivada de los compromisos asumidos en el marco de la Organización Mundial del Comercio, ni de tratados bilaterales o multilaterales de comercio o inversión (Gomes, 2013; Paula y Prates, 2013b). Ese margen de maniobra puede entenderse como un factor absolutamente determinante para que Brasil pueda aplicar un abanico tan amplio de herramientas de regulación de flujos de capital como el que se ha descrito (Paula y Prates, 2013b, pp. 64–65).

5.6.5. Por qué la regulación no muestra una eficacia más clara

En el análisis expuesto se han identificado indicios de que la regulación habría sido eficaz aunque de forma moderada. Cabría preguntarse por las razones que explican que no se detecte la eficacia de forma más clara, a pesar de la implicación, coordinación y experiencia de las autoridades, de su capacidad de acceder a información relevante, y de la variedad y complementariedad de las herramientas que ponen en práctica.

La regulación parece haberse adaptado con éxito a los intentos por sortearla y también por evadirla mediante el disfraz de la financiación a los exportadores. Ahora bien, hay otras formas de evasión, catalogadas de forma bastante exhaustiva para la experiencia de regulación de Brasil durante los noventa (Carvalho y Garcia, 2008, pp.

52–65), y quizá la utilización exitosa y masiva de alguna de estas vías podría explicar que la regulación no haya sido más claramente eficaz.

Una primera fórmula consiste en disfrazar flujos de inversión en renta fija como si fueran IED, creando una empresa pantalla que cotiza en bolsa simplemente para recibir la financiación externa como IED e invertirla en renta fija sin pagar IOF, enviando finalmente los retornos de la inversión al exterior como dividendos (Carvalho y Garcia, 2008, p. 54; Garcia y Valpassos, 1998, pp. 31–32). Quizá es este fenómeno el que vislumbra la OECD cuando identifica como sospechoso el claro aumento del nivel medio de IED en Brasil a partir de diciembre de 2010, solamente dos meses después de que el IOF sobre la renta fija se incrementara del 2% al 6% (Organisation for economic co-operation and development, 2011, p. 65).

Ahora bien, Gustavo Franco, ex Presidente del Banco Central de Brasil en los años noventa, comenta ésta y otras posibilidades de evasión más sofisticadas recalcando que en la mayoría de los casos las dinámicas descritas suponen la comisión simultánea de diversas infracciones y delitos, señalando la importancia de las penas a las que se arriesgan tanto los operadores responsables directos de la operación, como la entidad y sus cargos directivos. En su opinión, todas estas actividades de evasión responden sin duda a hechos reales durante los noventa pero no es muy creíble que alcanzaran la magnitud suficiente en términos agregados como para comprometer la eficacia de aquella regulación (Carvalho y Garcia, 2008, pp. 82–83).⁵⁵ Parece razonable extender este argumento al periodo analizado para concluir que si la evasión hubiera sido un fenómeno relevante seguramente debería haberse detectado alguna señal de alarma en la literatura, ya fuera académica o institucional, en la información estadística o en las entrevistas realizadas, cosa que no ha sucedido.

Podría pensarse también que el motivo de la limitada eficacia de la regulación fuera la timidez de las medidas, quizá insuficientemente intensas como para modular comportamientos. Pero esto no es consistente con la evidencia que muestra los múltiples y variados intentos por sortear la regulación. Parece que la regulación habría logrado modular comportamientos, pues de otro modo los agentes no hubieran intentado sortearla.

55 Un resquicio, éste de tipo legal, al que se alude habitualmente en la literatura para evitar el pago del IOF se basaría en que los préstamos intracompañía, dado que se computan en la Balanza de Pagos como IED, podrían no estar sujetos al IOF que corresponde a los flujos de deuda (Chamon and Garcia, 2014, n. 9). Sin embargo, Chamon y Garcia (2014, n. 9) refieren la explicación del Banco Central, confirmada en las entrevistas realizadas para el presente trabajo, según la cual los préstamos intracompañía están sujetos al IOF como cualquier otro préstamo exterior, y que eso no tiene nada que ver con su cómputo como IED en la Balanza de Pagos, que responde simplemente a una clasificación estadística.

Así pues, puede sugerirse como hipótesis más probable que los efectos de la regulación son discretos porque el objetivo que se persigue también lo es. Brasil no manifiesta en ningún momento intención de detener de forma abrupta la inversión, sino simplemente de atenuarla en cierta medida, modificando además su perfil. Esto concuerda con las opiniones recogidas en las entrevistas, tanto en el Ministerio de Economía como en el Banco Central, que atribuyen a la regulación el objetivo de modular comportamientos sin crear efectos demasiado notables o drásticos.

Las medidas se introducen con cautela y se endurecen progresivamente con prudencia porque el efecto buscado es moderado y porque es difícil valorar sobre la marcha si una medida de precios es suficientemente intensa o debe endurecerse algo más. Existe en las instituciones una preocupación permanente por cómo recibirá el mercado las medidas, con lo que en un contexto de incertidumbre se impone la prudencia tratando sobre todo de no excederse con su dureza.

Por tanto, que los efectos detectados sean discretos no necesariamente debe entenderse como un síntoma de poca eficacia. Más bien puede responder a que la regulación persigue un impacto moderado. De ahí que los efectos pueden tardar en aparecer, porque probablemente ha habido casos de intensidad inicialmente insuficiente en algunas medidas, y que cuando se logran los efectos buscados no sean en ningún momento espectaculares, pues no era ese el propósito.

5.6.6. La actitud de las instituciones y la sociedad frente a la regulación: algunos apuntes

El contenido de este epígrafe pretende ofrecer algunas pistas para interpretar el comportamiento del Ministerio de Economía y el Banco Central, los dos actores que conforman el marco de regulación de flujos de capital en Brasil. La discusión no es pormenorizada porque no alude a cuestiones centrales para el objeto de estudio del trabajo, pero aun así se trata de intuiciones útiles para complementar el análisis expuesto.

La coordinación del Ministerio de Economía y el Banco Central, destacada como uno de los rasgos más característicos de la regulación de Brasil cuando ésta alcanza su máximo nivel de intensidad entre 2010 y 2012, no ha existido de forma uniforme durante todo el periodo analizado. Por ejemplo, en 2008 el Ministerio de Economía ya considera problemática la apreciación del tipo de cambio y aplica el impuesto IOF sobre algunos flujos entrantes. La timidez de los tipos aplicados junto al hecho de que

ni el Banco Central ni el Consejo Monetario Nacional acompañan con medidas complementarias puede explicar su limitado alcance, aunque la turbulencia financiera de 2008 y sobre todo el colapso de Lehman Brothers no permiten afinar mucho en este análisis.

Algunos indicios para entender la escasa preocupación que Banco Central y Consejo Monetario Nacional parecen tener en 2008 respecto a los flujos de capital pueden encontrarse analizando las agendas que presumiblemente tienen estas instituciones (Gallagher, 2015, pp. 104–110). El presidente Da Silva, sobre todo durante su primer mandato entre 2003 y 2006 y como forma de dar tranquilidad al sector financiero, habría otorgado mucha relevancia al objetivo de estabilidad de precios, un elemento clave si quería ganar el espacio político necesario para acometer sus ambiciosas reformas sociales. La importancia de este objetivo sería coherente con la designación para la presidencia del Banco Central de Henrique Meirelhes, un economista formado en Harvard y cuya carrera profesional se había desarrollado en la banca privada, así como el nombramiento de Joaquim Levy como Ministro de Economía, formado en Chicago y con ocho años de experiencia en el IMF.

La apreciación sostenida del tipo de cambio, si no supone indicios de inestabilidad, es de hecho funcional para el objetivo de inflación pues abarata las importaciones. Eso puede explicar la indulgencia del Banco Central con la apreciación durante la presidencia de Meirelhes. Ni siquiera el propio Gobierno parece preocuparse en exceso de este hecho durante el primer mandato de Lula, quizá en parte porque la apreciación sostenida que se inicia en 2002 es de hecho una corrección de la intensa depreciación durante los meses anteriores a la llegada de Lula al poder.

Pero en 2006 cambia el perfil del Ministerio de Economía con el nuevo Ministro Guido Mantega y otros economistas que alcanzan posiciones de relevancia como Nelson Barbosa. Se trata de personas de un perfil marcado por las escuelas keynesiana, desarrollista y estructuralista, formados tanto dentro de Brasil como en el extranjero (Gallagher, 2015, pp. 104–110; Jurgensfeld y Lima, 2014). La línea política del Ministerio aboga ahora claramente por una implicación activa del Gobierno en la gestión de la economía, y en concreto por un objetivo de tipo de cambio para evitar apreciaciones excesivas que puedan dañar al sector manufacturero exportador. Ahí surge un potencial conflicto entre el objetivo de precios del Banco Central, para el cual la apreciación cambiaria puede ser funcional, y el de evitar apreciaciones excesivas del tipo de cambio como defiende el Gobierno (Barbosa, 2012, p. 13). En este contexto se puede entender mejor la relativa soledad con la que el Ministerio de Economía afronta en 2008 la tarea de mitigar la apreciación cambiaria.

A partir de octubre de 2010 todo parece cambiar. Para empezar, el propio Gobierno se muestra más decidido que nunca a evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio a finales de 2010. Dilma Rousseff, que gana las elecciones a finales de 2010, habría asumido un compromiso político más fuerte con esta cuestión (Paula y Prates, 2013a, pp. 18–19). Probablemente contribuye a ello que la apreciación llevaba más tiempo produciéndose, con lo que el diagnóstico de la sobreapreciación era más plausible. Pero parece indudable que además existe la intención de mejorar las perspectivas de la industria manufacturera exportadora, cuya competitividad en precios se ve dañada por la apreciación producida por la inversión entrante. Esto habría facilitado que apareciera en este sector una importante fuerza en favor de la regulación de flujos de capital (Gallagher, 2015, p. 16). Las empresas que lo conforman no dependerían en exceso de la afluencia inversora externa, pues su financiación descansaría en gran medida en los bancos domésticos tanto privados como públicos. Por su parte, los trabajadores de este sector se habrían mostrado también claramente favorables a la regulación, pues al proteger la competitividad de las industrias en las que trabajan protege también sus puestos de trabajo. Este colectivo gozaría además de una notable fuerza social, al tratarse de uno de los más organizados sindicalmente del país y muy cercano al Partido de los Trabajadores.⁵⁶

La mayor preocupación del Gobierno por la apreciación cambiaria desde octubre de 2010 a buen seguro influye en la mayor implicación del Consejo Monetario Nacional en la regulación a partir de ese mismo mes. Ahora bien, el cambio más sustancial en favor de la regulación parece ser el del Banco Central, lo que permite una notable sintonía respecto a esta cuestión con el Gobierno (Farhi et al., 2011), algo apuntado también por muchas de las personas entrevistadas.

El nuevo presidente de la institución nombrado por Dilma Rousseff es Alexandre Tombini, un funcionario de carrera del propio Banco Central y con un perfil posiblemente más tecnocrático y pragmático en cuanto a la utilidad de la regulación que su predecesor. Ahora bien, más allá del relevo en la Presidencia, lo cierto es que el propio Banco Central parece tener en 2010 muchos motivos de tipo monetario y macroprudencial para preocuparse por los flujos entrantes que no estaban presentes en 2008. Aparte de los síntomas claros de recalentamiento que el Banco identifica, a raíz de la crisis de 2008 cobran vigor en el seno de la institución debates que antes

⁵⁶ El sector manufacturero exportador, a juzgar por las opiniones recabadas en las entrevistas, no constituía en 2008 una fuerza favorable a la regulación porque la apreciación cambiaria no les estaba dañando en exceso. De hecho, muchas empresas del sector estaban tratando en 2008 de obtener beneficios con dicha apreciación, algo que se pone de manifiesto cuando cae Lehman Brothers, se deprecia el BRL y estas empresas sufren cuantiosas pérdidas porque habían contratado derivados de tipo de cambio con nociones muy superiores a sus necesidades de cobertura, lo que indica que dichos contratos probablemente eran apuestas (Delfim Netto, 2008; Farhi and Borghi, 2009; Vervloet and Garcia, 2009).

quizá existían pero en cualquier caso no se consideraban urgentes (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 4). Por ejemplo, en 2010 se acepta explícitamente que sin una regulación adecuada los riesgos se pueden acumular en la economía aunque haya estabilidad macroeconómica y que probablemente es mejor demasiada prevención que demasiado poca.⁵⁷

Por último, vale la pena resaltar que el debate respecto a la regulación de los flujos de capital tiene una larga tradición en Brasil. Esto es evidente en el ámbito académico, ya que por ejemplo la medida más representativa del entramado regulador, el IOF, se aplica desde los años noventa y ha sido objeto de abundantes e influyentes análisis académicos ya desde aquella época (Cardoso y Goldfajn, 1998; Carvalho y Garcia, 2008; Edison y Reinhart, 2001). En los dos mil, el debate académico no ha hecho más que enriquecerse encuadrado en la discusión de si Brasil debe tener o no un objetivo explícito de tipo de cambio, lo que en último término remite a la cuestión de hasta qué punto debe el Gobierno llevar a cabo una política industrial activa, promoviendo por tanto un precio para la moneda doméstica que contribuya a la competitividad en precio de los exportadores.

La regulación de flujos de capital también es objeto de fuerte discusión entre sectores económicos, unos a favor, como por ejemplo los exportadores de manufacturas a partir de 2010, y otros claramente en contra, como el sector financiero. Por último, el debate político respecto a esta cuestión es también muy activo, lo que puede ayudar a explicar el comportamiento de las instituciones, que parecen mostrar una voluntad para regular que no es constante a lo largo del tiempo, y que estaría determinada, lógicamente, por multitud de factores como la coyuntura, los apoyos y oposición que la regulación recibe desde los distintos sectores económicos y también, seguramente, por la visión que tienen las personas que ocupan cargos de responsabilidad tanto en el Gobierno como en el Banco Central.

En suma, la regulación de flujos de capital es en Brasil una cuestión viva y sujeta a discusión permanente en todos los ámbitos. Es muy probable que la turbulenta década que este país vive en los noventa desde el punto de vista financiero, con numerosas crisis cambiarias, haya contribuido a este hecho, afianzando una opinión bastante mayoritaria en el sentido de que la cuestión de los flujos de inversión y su regulación, independientemente de la postura que se adopte al respecto, es muy relevante para la economía. En este debate permanentemente vivo cabe enmarcar el periodo analizado en este trabajo, en el que, sobre todo a partir de 2010, parece haberse logrado una

⁵⁷ También es posible que las graves pérdidas de muchas empresas exportadoras en 2008 por su exposición a derivados de tipo de cambio (véase nota 11) haga al Banco Central más sensible a la problemática de la acumulación de riesgos macroprudenciales.

notable sintonía y coordinación entre instituciones en favor de la regulación preventiva de los flujos de capital.

5.7. Reflexiones finales

La regulación de flujos de capital de Brasil es amplia y multidimensional. Tiene como protagonistas a dos instituciones muy activas, el Ministerio de Economía, preocupado sobre todo por la apreciación cambiaria, y el Banco Central, preocupado por el sobrecalentamiento de la demanda y los riesgos macroprudenciales. Se aplican tanto herramientas de precios como medidas administrativas que afectan a la inversión entrante, al mercado cambiario, al mercado de derivados y al balance bancario tanto en el activo como en el pasivo. Las medidas afectan de forma muy importante a los inversores extranjeros, pero también a los actores domésticos, sobre todo bancos pero también empresas no financieras.

Hay indicios de que la regulación de Brasil habría sido moderadamente eficaz, afectando tanto al volumen de inversión distinta a la IED como a la composición de los flujos entrantes. Los caminos para tratar de evitar los costes que supone la regulación son diversos y destacan en particular aquellos que involucran a los bancos domésticos, bien a través del mercado de futuros de tipo de cambio bien a través de la captación de financiación en divisas por parte de los propios bancos.

No hay evidencia de que la regulación haya sido sorteada o evadida de forma masiva por ninguno de estos ni de otros circuitos. Al contrario, el relato de las sucesivas medidas que va adoptando Brasil, sobre todo a partir de finales de 2010, que es cuando la regulación comienza a acelerar para alcanzar su máxima intensidad a lo largo de 2011, sugiere que las instituciones habrían sido capaces de adaptar la regulación de forma constante y relativamente ágil para evitar ser sorteada o evadida.

Esta capacidad de adaptación, y por tanto también en último término la eficacia detectada, parecen deberse a que desde 2010 el Banco Central comparte el diagnóstico del Ministerio de Economía de que es necesario regular la inversión entrante, lo que permite a ambas instituciones actuar de forma coordinada y utilizando un amplio y variado abanico de herramientas de regulación. Se logra incluso incidir en el núcleo del mercado de futuros, la actividad más difícil de afectar tanto por la regulación impositiva como prudencial bancaria por las características de los mercados de futuros brasileños y el tipo de contratos que ahí se negocian.

La regulación quizá es solo moderadamente eficaz porque de hecho pretende retocar el perfil de la inversión y mitigar su volumen, pero no alterarlo drásticamente. Por otra parte, la regulación alcanza su máxima intensidad coincidiendo con el inicio de la crisis de confianza por la deuda de la zona euro en agosto de 2011, con lo que en el momento en que presumiblemente la regulación debiera ser más influyente en los inversores es imposible identificar su efecto porque se mezcla con el de la oleada de desconfianza que lleva a la caída generalizada de inversión hacia países emergentes.

Podría decirse que el sistema de regulación brasileño parece potencialmente muy capaz pero a condición de que utilice todos sus recursos. El entramado de medidas llega a ser denso y consistente cuando, a partir de 2010, existe voluntad política en Gobierno y Banco Central para regular coordinadamente y con decisión. Solo en ese momento las capacidades administrativas, la calidad de los sistemas de información y la experiencia de las instituciones se ponen al servicio de la regulación a fin de que logre sus objetivos.

En Brasil el debate político y social sobre la pertinencia de la regulación de flujos de capital es constante y explícito. Así, la utilización plena de recursos y capacidades para hacer frente de forma preventiva a los problemas que comporta la inversión entrante parece depender de que el contexto y las agendas de las instituciones confluyan en favor de un esfuerzo regulador decidido y coordinado. Esa sintonía en los propósitos del Gobierno y el Banco Central es la que parece haberse producido en Brasil a partir de octubre de 2010 y a ella cabe atribuir, en último término, la principal responsabilidad de que la regulación, según el diagnóstico realizado, haya sido al menos moderadamente eficaz.

CAPÍTULO 6. ESTUDIO DE CASO: PERÚ

6.1. Contexto económico

En la década de los noventa del siglo XX Alberto Fujimori instaura las bases del actual modelo económico peruano flexibilizando el tipo de cambio, privatizando empresas públicas, desregulando internamente la economía e incrementando su grado de liberalización externa comercial y financiera (Ariyoshi et al., 2000, p. 67; Jiménez, 2010, pp. 25–26; Mendoza Bellido, 2013, pp. 25–26). En esos años el conflicto armado del Estado con Sendero Luminoso está llegando a su fin y parece quedar superado también el complicado contexto económico de los ochenta, con las dificultades fiscales del Gobierno, la elevada y sostenida inflación con numerosos episodios de hiperinflación, el crecimiento irregular y los periodos de profunda recesión.⁵⁸

Algunos autores valoran el programa de liberalización de los noventa como globalmente positivo (Ariyoshi et al., 2000, p. 68), pues no en vano las reformas estabilizan los precios, atraen inversiones hacia los sectores minero y de hidrocarburos (International Monetary Fund, 2007, p. 4), reactivan las exportaciones y restauran un tímido crecimiento que permite alcanzar en 1997 un PIB per cápita un 27% superior al de 1990 (Mendoza Bellido, 2013, pp. 29–30) (tabla 6.1).

Ahora bien, los costes son muy elevados pues se agudiza la ya enorme desigualdad regional en materia de desarrollo económico y social (International Monetary Fund, 2007, p. 5), y los discretos incrementos del nivel de empleo tienen lugar en paralelo a su mayor precariedad e informalidad, así como a la congelación salarial (Jiménez, 2010, pp. 349–352). Además, se produce una desindustrialización porque se asienta de nuevo, con mayor firmeza, el modelo de desarrollo primario exportador que se había pretendido modificar sin éxito desde finales de los 50 mediante una fallida estrategia de sustitución de importaciones (Jiménez, 2010, pp. 23–24, 27, 333).

⁵⁸ Este estudio de caso se ha nutrido en gran medida de las opiniones recogidas en las entrevistas realizadas presencialmente en Lima en el mes de abril de 2014, así como a través del correo electrónico en los meses posteriores (véase el listado de personas entrevistadas en el anexo IV). Los razonamientos expuestos en este documento son por completo responsabilidad del autor, así como los errores e inexactitudes que se hayan podido cometer.

Tabla 6.1. Perú (1960-2013): indicadores macroeconómicos

	1959-1977	1978-1990	1991-2001	2002-2013
PIB real (% crecimiento promedio anual)	4,71	0,21	3,74	6,18
Cuenta financiera neta (flujo promedio anual en % PIB)	3,15	-2,16	4,55	4,67
Índice de Precios de Consumo (% crecimiento promedio anual)	13,11	267,25	17,56	2,85

Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

En la década de los dos mil este modelo se afianza gracias a un contexto internacional muy favorable para las exportaciones primarias (Mendoza Bellido, 2013, p. 8) Los notables logros en materia de crecimiento y estabilidad macroeconómica (Banco Central de Chile, n.d.; International Monetary Fund, 2013d, p. 5; Mendoza Bellido, 2013, pp. 33–44) llevan al IMF a calificar el desempeño económico de Perú como “estelar” (International Monetary Fund, 2012g, p. 5) y “excepcional” (International Monetary Fund, 2013d, p. 5), teniendo en cuenta además que el país sorteó sin excesivos problemas la crisis financiera internacional de 2008 (International Monetary Fund, 2013d, p. 5).

Pero al igual que ya ocurría en los años cincuenta del siglo XX, Perú sigue dependiendo en gran medida del sector extractivo (International Monetary Fund, 2013e, p. 20; Mendoza Bellido, 2013, p. 24), que supone en 2013 el 12% del PIB y el 55% de las exportaciones (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Tampoco han variado los principales problemas estructurales de la economía, como su escasa articulación sectorial, el atraso en la agricultura, los escasos incrementos de la productividad (Jiménez, 2010, p. 29), o la escasez de demanda de consumo, lastrada por la congelación salarial que sufren grandes capas de población desde los noventa y que apenas se sostiene a partir de entonces gracias al crédito.

Entre 2002 y 2010 el índice de Gini de desigualdad en la distribución de la renta descende de 55,64 a 48,14 y la tasa de población con ingresos inferiores a dos USD diarios decrece también del 24,2% hasta el 12,7% (World Bank, n.d.). Son mejoras reseñables, pero sigue habiendo grandes necesidades sociales, como demuestra el hecho de que una cuarta parte de la población no tiene todavía acceso al saneamiento básico en 2011 (Ministerio de Economía y Finanzas de Perú, n.d.). Los principales obstáculos para avances adicionales en esta materia serían la escasa base fiscal, que

contribuye a que el gasto social en sanidad y educación siga por debajo del que realizan otros países con similar nivel de renta per cápita, pero también la gran desigualdad regional en cuanto a condiciones de vida y acceso a servicios, que no es sino reflejo de un desarrollo económico muy desigual geográficamente (International Monetary Fund, 2013d, p. 17, 2012g, p. 24).

Por último, cabe señalar que el modelo económico de Perú es vulnerable desde el punto de vista de la sostenibilidad, ya que no parece existir una visión a largo plazo sobre la gestión de la riqueza no renovable (International Monetary Fund, 2013e, p. 2). Adicionalmente, es también muy dependiente de la coyuntura económica internacional (Jiménez, 2010, p. 27), tanto porque los precios de las materias primas determinan en gran medida el comportamiento exportador e inversor como, sobre todo, porque los flujos entrantes de capital influyen extraordinariamente en la economía, siendo este último rasgo el que convierte a la regulación de estas transacciones en una política pública muy relevante.

6.2. Flujos de capitales hacia Perú entre 2007 y 2013

6.2.1. Los mercados de capitales en Perú

El mercado de capitales de Perú se ha dinamizado notablemente en la década de los dos mil gracias a los flujos recibidos de inversión externa (Choy y Cerna, 2012, p. 8), pero Perú sigue teniendo un mercado financiero poco profundo, incluso teniendo en cuenta el tamaño de su economía (International Monetary Fund, 2011c, p. 74, 2010d, p. 38).

El mercado de deuda pública ha recibido un impulso por parte del Gobierno, que a pesar de haber registrado superávit primario en todos los años menos uno entre 2002 y 2011 ha emitido deuda con el objetivo de incrementar su plazo de vencimiento medio y el peso de la deuda en moneda local sobre el total, así como para crear una curva de tipos de referencia que estimulase la emisión de deuda corporativa (Choy y Cerna, 2012, pp. 16–17). No obstante, el mercado de deuda pública sigue siendo especialmente reducido en comparación con otros países de América Latina, con un volumen de títulos negociables que en 2010 equivalía al 6,5% del PIB, muy inferior al de Brasil (45%), México (33%) o Chile (17%) (International Monetary Fund, 2010d, p. 38).

El mercado de renta fija está también poco desarrollado, siendo los bancos la fuente

de financiación tradicional para las empresas, y lo mismo sucede con el mercado de renta variable donde la mayoría de compañías que ofrecen títulos pertenecen al sector de extracción, producción y exportación de productos primarios. Los grandes demandantes locales de títulos son los fondos de pensiones locales (AFP), cuya estrategia suele ser mantener los títulos hasta el vencimiento.⁵⁹ En suma, el mercado de títulos de Perú tiene poca oferta, poca diversificación y poca liquidez.

El mercado de cambio al contado ha evolucionado de forma paralela al mercado de títulos y a pesar de su reciente dinamización sigue siendo muy pequeño, con un volumen medio de transacciones diarias al contado de apenas el 0,4% del PIB en 2012 (Choy y Cerna, 2012, p. 9). Existe un mercado no organizado de derivados de tipo de cambio en el que domina la compraventa a plazo o *forward* sobre el USD, específicamente el *non delivery forward* (NDF) o *forward* sin entrega, que supone desde 2007 el 85% del total de los *forward* negociados (Choy y Cerna, 2012, p. 9,10). También hay un mercado activo de *cross currency swap* (CCS) o permutas de divisas.

En cuanto a la regulación de los mercados financieros, hay tres instituciones competentes. El Gobierno, a través de su Ministerio de Economía, tiene a su alcance las herramientas impositivas. El Banco Central asume la gestión de las políticas cambiaria y monetaria, mientras que la Superintendencia de Bancos, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS) tiene a su cargo la regulación y supervisión de las entidades financieras.

No hay ninguna instancia de coordinación formal entre estas instituciones, pero sí una de tipo informal en el ámbito de los riesgos macroprudenciales (International Monetary Fund, 2012h, p. 20), la cual existiría ya antes de la crisis de 2008 pero habría reforzado su actividad a partir de ese momento y contaría con dos niveles paralelos de coordinación, uno técnico y otro directivo (Choy y Chang, 2014, p. 5).

6.2.2. Descripción de los flujos entrantes de inversión entre 2007 y 2013

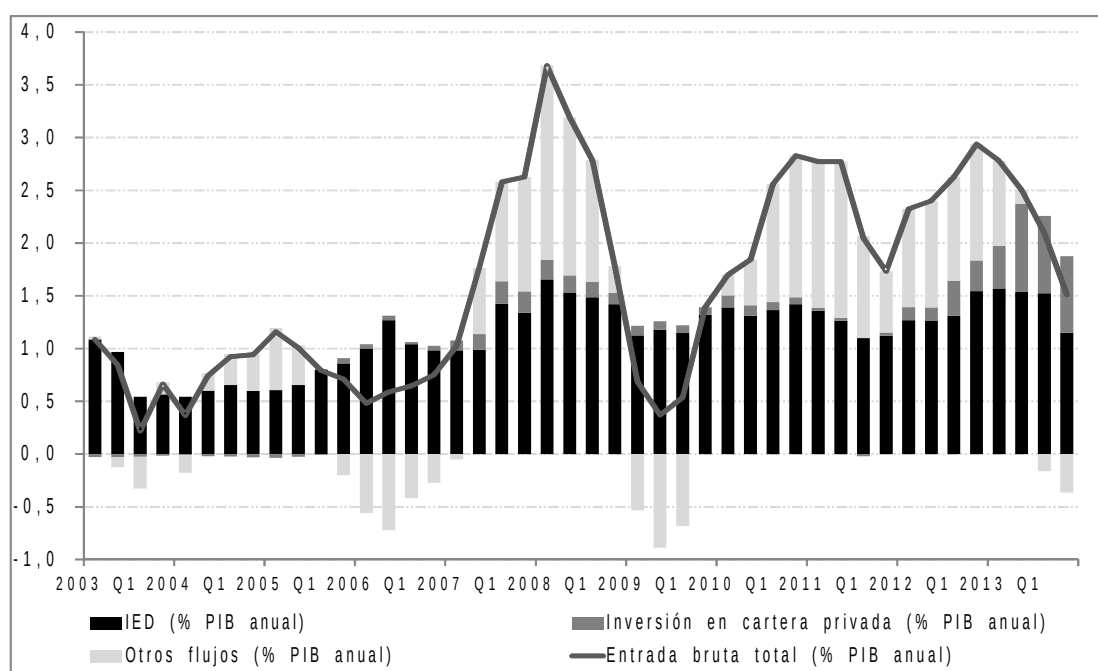
El análisis se centra en el periodo 2007-2013 en el que Perú recibe flujos de inversión intensos y volátiles (Choy y Cerna, 2012, p. 8; International Monetary Fund, 2014a, p. 23), como ocurre en todos los países emergentes (Lund et al., 2013, p. 35). El flujo neto entrante anual llega a ser del 7% del PIB en 2007 y 2008, y superior al 8% del PIB de media entre 2010 y 2012 (International Monetary Fund, n.d.), comparable al de los periodos de mayor afluencia inversora en términos históricos, en los años setenta y

⁵⁹ Las AFP son las Administradoras de Fondos de Pensiones, que constituyen el Sistema Privado de Pensiones del país.

noventa del siglo XX (Banco Central de Chile, n.d.). La entrada bruta de inversión entre 2007 y 2013, por su parte, alcanza valores trimestrales entre el 0,4% del PIB y 3,7% del PIB anual (datos en promedios móviles sobre cuatro trimestres), en notable contraste con la relativamente calmada época previa, entre 2000 y 2006 (gráfico 6.1).

Durante el periodo 2007-2013 el contexto económico doméstico muy favorable y los bajos tipos de interés en los países más ricos constituirían dos motores muy importantes para impulsar la inversión extranjera hacia Perú (International Monetary Fund, 2014a, p. 23). Ambos factores, junto con el cambiante apetito por el riesgo de los inversores, contribuirían a explicar un patrón inversor en el que pueden identificarse tres fases de afluencia inversora. La primera tiene lugar entre el primer trimestre de 2007 y el segundo de 2009, supone flujos trimestrales promediados en 4 trimestres de hasta el 3,5% del PIB anual en el primer trimestre de 2008 y su final se produce por la desconfianza de los mercados financieros tras el colapso de Lehman Brothers.

Gráfico 6.1. Perú (2003-2013): flujos brutos entrantes no-IED (datos en promedios móviles de cuatro trimestres)



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

La segunda fase comienza en el tercer trimestre de 2009 y tiene su punto culminante en el último trimestre de 2010 con flujos de casi el 3% del PIB. Los flujos decaen con

fuerza en la segunda mitad de 2011 fruto probablemente de la crisis de confianza por los problemas con la deuda soberana en la zona euro. A principios de 2012 se inicia la tercera fase de afluencia inversora, similar en cuanto a intensidad a la segunda y que inicia su declive desde principios de 2013, probablemente influida por el empeoramiento de algunos indicadores macroeconómicos domésticos junto con los primeros anuncios del fin de la flexibilización cuantitativa por parte de Estados Unidos.

La literatura destaca normalmente que los flujos de capitales que llegan hacia Perú son mayoritariamente de largo plazo, sobre todo inversión extranjera pero también préstamos de largo plazo al sector privado (International Monetary Fund, 2014a, p. 23, 2014b, p. 54, 2011c, p. 74). Efectivamente, de un flujo trimestral total promedio del 2,12% del PIB anual entre 2007 y 2013, casi el 60% es inversión directa, con diferencia la partida más relevante y la más estable (tabla 6.2).

Tabla 6.2. Perú (2007-2013): flujos brutos de entrada trimestrales (% PIB anual)

	Media	Desv. típica	Coef. Var.	Media V. Abs
1. Flujo total	2,12	1,51	71,38	2,25
2. IED	1,33	0,57	42,48	1,33
3. Inversión de cartera privada	0,21	0,36	167,9	0,23
4. Otros flujos entrantes (5+6+7)	0,57	1,18	206,14	1
5. Prestamos privados a largo plazo	0,46	0,49	107,5	0,5
6. Capitales de corto plazo públicos y privados	0,11	0,93	831,11	0,65
7. Flujos al sector público de largo plazo	0	0,47	20727,88	0,36

Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

Sin embargo, atendiendo a los flujos trimestrales en valor absoluto, la inversión de corto plazo pública y privada es, después de la inversión directa, la que ofrece volúmenes de inversión más relevantes, alcanzando entre 2007 y 2013 un valor trimestral promedio en valor absoluto del 0,65% del PIB anual, casi la mitad del volumen medio de inversión directa recibida y superior al volumen medio de los préstamos de largo plazo.

Los flujos brutos entrantes de corto plazo tienen una gran variabilidad, alternando fases de auge en que la inversión trimestral supera el 1% del PIB anual con fases bajistas en que la retirada de inversores extranjeros (flujo bruto entrante negativo) alcanza volúmenes similares en valor absoluto. Es decir, esta inversión llega y se va

con parecida intensidad, lo que explica que, en términos de valores medios, su relevancia sea aparentemente escasa. Pero eso es engañoso, pues no solamente es importante el volumen sino también la volatilidad, que en este caso es muy acusada, lo que convierte a esta partida en la principal responsable de la oscilación de los flujos brutos totales de entrada.

Por último, cabe reseñar que la partida de inversión privada de cartera es la menos relevante de todas atendiendo al valor medio de los flujos trimestrales en valor absoluto, algo coherente con el poco atractivo que tiene el mercado de renta variable en Perú.

6.2.3. Vías de entrada para la inversión extranjera

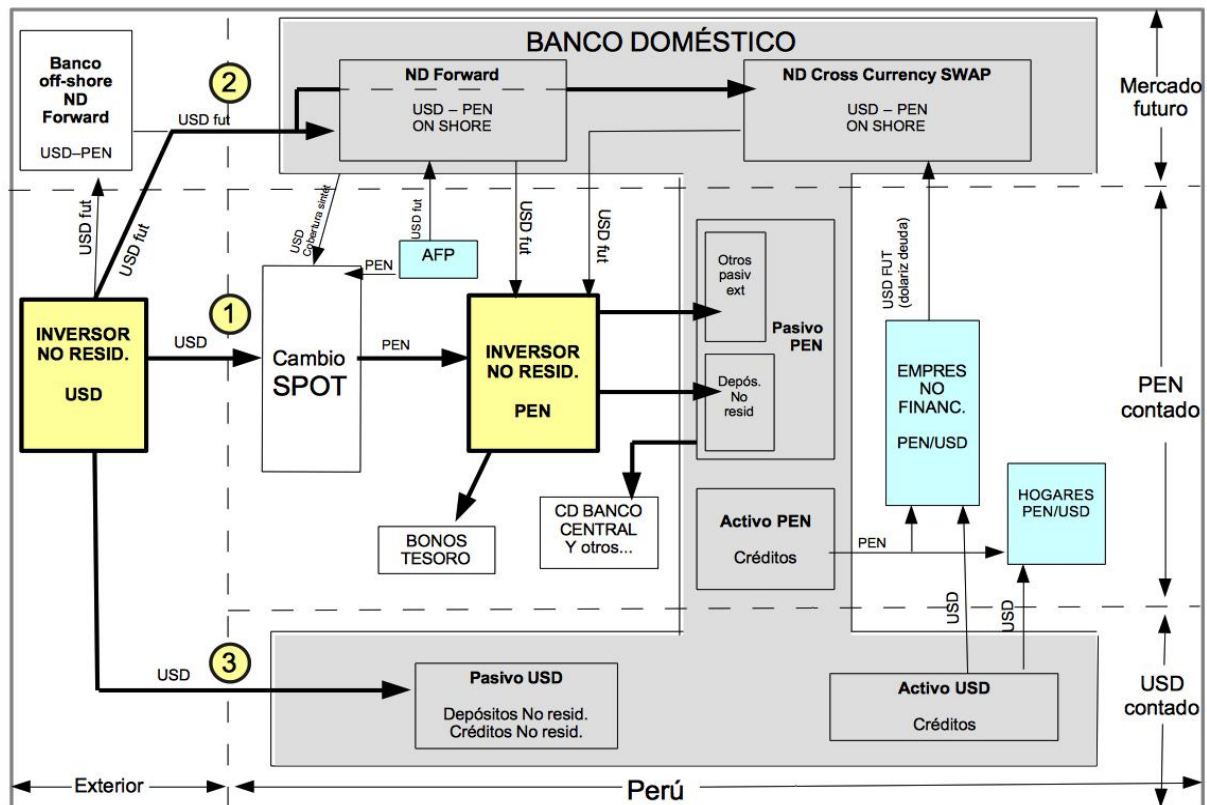
En el periodo 2007-2013 destacan tres vías de entrada de flujos de inversión distintos a la inversión directa (figura 6.1). La primera vía supone adquirir moneda doméstica, el “nuevo sol” (en lo sucesivo PEN por su identificador estándar internacional), con la que adquirir activos emitidos en Perú. Durante el episodio inversor de 2007-2008 el interés se centra en la deuda pública pero sobre todo en activos de muy corto plazo como depósitos bancarios o títulos de esterilización emitidos por el Banco Central en el marco de su política monetaria. Entre 2010 y 2013 se inicia un patrón parecido, pero en parte por la regulación aplicada cobran enseguida mayor protagonismo los títulos de deuda pública, de plazo de vencimiento más largo que los de esterilización. Solamente en 2013 gana importancia la inversión de cartera privada, que en el caso de Perú no constituye una forma de inversión demasiado relevante.

La inversión en renta fija se combina a menudo con la adquisición de USD a plazo para cubrir el riesgo de tipo de cambio, ya sea con un *non delivery forward* o con un *cross-currency swap* (Choy y Cerna, 2012, p. 23,24). Según Choy y Cerna (2014, pp. 20–21) el rendimiento anualizado libre de riesgo que pueden conseguir los inversores con esta operación rondaría el 12% durante 2008 y entre el 4% y el 6% en 2010 y en momentos puntuales de 2012 y 2013.

La segunda vía de entrada la constituyen las divisas que los inversores no residentes venden a plazo a los bancos domésticos en virtud de contratos derivados sobre el tipo de cambio PEN/USD, principalmente *forward* sin entrega. Estos inversores pueden querer especular, apostando a la apreciación del PEN, o bien cubrir una posición de cambio que hayan abierto en un mercado *off-shore* entrando como compradores de USD a plazo en otros contratos. Por último, la tercera vía de entrada la conforman los

flujos en USD que llegan directamente desde el exterior como préstamos o depósitos a los balances de los bancos peruanos.

Figura 6.1. Perú: vías de entrada de inversión y conexión con circuitos financieros domésticos



Fuente: elaboración propia

Es necesario considerar también el papel de los actores domésticos, una pieza importante en el sostenimiento de las tres vías de entrada de inversión externa. Ellos son el final de una cadena de relaciones financieras al principio de la cual se sitúa el inversor extranjero. Por una parte, hogares y empresas tendrán un acceso más fácil a la financiación en la medida en que los bancos capten mayor volumen de fondos del exterior. Por la otra, las empresas no financieras participan también en el comercio de derivados, con tendencia a buscar en mayor medida beneficios que coberturas. El mecanismo más habitual durante el periodo analizado es la contratación de una permuta de divisas (CCS) para pagar flujos de intereses en USD y cobrar flujos de intereses en PEN a fin de “dolarizar” una deuda que se había contraído inicialmente en PEN (Choy y Cerna, 2012, p. 15). Esta estrategia permite a las empresas abaratar el

acceso a la financiación, aunque supone incurrir en riesgo de cambio porque en último término los flujos que la empresa debe satisfacer son en USD, mientras sus ingresos son en PEN. Los Fondos de Pensiones peruanos también participan activamente en el mercado de *forward* apostando a la apreciación del PEN (Choy y Cerna, 2012, p. 10).

El mercado no organizado de derivados de tipo de cambio supone un vínculo importante entre las tres vías de entrada de inversión que se han descrito. La actividad de inversores extranjeros y actores domésticos contratando derivados determina la posición de cambio de los bancos, que son la contraparte en estos contratos. Si ésta se desequilibra mucho, por ejemplo al satisfacer una fuerte presión vendedora neta de USD a plazo por parte de sus clientes, el banco puede tener que recurrir a coberturas sintéticas que suponen en este caso captación de financiación en USD y compra posterior de PEN para invertir en títulos domésticos. Esto implica una mayor actividad en la vía de entrada 3 y al mismo tiempo un efecto de apreciación sobre el tipo de cambio que contribuye a realimentar la llegada de inversión, en particular en la vía número dos que está especialmente ligada a las expectativas de apreciación de la moneda doméstica.

El rasgo que más destaca del conjunto de circuitos inversores descritos es el papel dominante que juega el banco doméstico, presente en todas las modalidades de entrada de inversión extranjera, tanto en PEN como en USD. Es el principal nexo entre la dinámica de inversión externa y la economía doméstica, dada la debilidad del mercado de títulos y, por último, monopoliza por completo el mercado de derivados que conecta también a inversores extranjeros con actores domésticos, así como las tres vías de entrada de inversión entre sí.

6.3. Riesgos y problemas que los flujos entrantes de inversión suponen

6.3.1. Dolarización: descripción del fenómeno y consecuencias

La dolarización es el fenómeno clave para comprender los retos que suponen los flujos entrantes de capital en Perú. Implica “*la sustitución parcial y paulatina de las tres funciones del dinero: depósito de valor, unidad de cuenta y medio de pago, en ese orden*” (Banco Central de Reserva del Perú, 2014, p. 19). Sus causas son diversas (Banco Central de Reserva del Perú, 2014; Choy y Chang, 2014, p. 14; García-Escribano, 2010, p. 3; Rossini et al., 2011, p. 2), iniciándose en los años 70 y 80, cuando los desequilibrios macroeconómicos y la alta inflación que los acompaña hacen que la población pierda la confianza en la moneda nacional. La dolarización se

extiende al ofrecer los bancos créditos en USD y se afianza gracias a la Constitución de 1993, promovida por Alberto Fujimori, que garantiza el derecho de los ciudadanos a tener, disponer, enviar o traer moneda extranjera.

Entre 2002 y 2012 el peso de los depósitos en USD sobre el total desciende del 75% al 38%, y el del crédito en USD baja del 75% al 43% (Rossini et al., 2013, p. 245). La regulación prudencial de las entidades financieras incentiva este proceso tratando con más severidad las operaciones en USD y, al mismo tiempo, la estabilidad macroeconómica hace que la población recupere paulatinamente la confianza en el PEN (García-Escribano, 2010, pp. 7–11). No obstante, el proceso es lento porque hay una importante inercia y porque los mercados de capital en moneda doméstica aún no están lo suficientemente desarrollados como para que deje de ser atractivo tener activos en USD (Choy y Chang, 2014, p. 14; Rossini et al., 2011, p. 2).

La dolarización genera importantes problemas de gestión macroeconómica, tanto en el ámbito de la política monetaria como de los riesgos macroprudenciales. La política monetaria se debilita a causa de la dolarización al menos por tres vías (Acosta Ormaechea y Coble Fernandez, 2011, p. 3,9,15,19; Armas et al., 2014, p. 2,6; León y Quispe, 2010, p. 9). En primer lugar, el segmento dolarizado de la economía es inmune a la política de tipo de interés, que solo afecta a la liquidez del PEN. En segundo lugar, la dolarización dificulta la transmisión de la política monetaria al segmento no dolarizado pues los mercados financieros en PEN son poco profundos. Esto se debe a que gran parte del desarrollo financiero está ligado a la parte de la economía que opera en USD, por estar más vinculada a los mercados financieros internacionales.

En tercer y último lugar, hay un efecto del tipo de cambio sobre los balances de los hogares y empresas que debilita también la política monetaria. Usualmente los agentes tienen ingresos y activos en PEN pero algún pasivo en USD. La modificación de tipos de interés induce un efecto sobre la demanda pero también tiende a alterar el tipo de cambio, lo cual afecta a los balances semidolarizados, mejorando o empeorando su situación, de forma que aparece un segundo efecto sobre la demanda que contrarresta el primero.⁶⁰ El debilitamiento de la política monetaria por las tres vías mencionadas supone una menor capacidad para incidir en el ciclo económico a través del crédito bancario, que tiende a estar más ligado a los ciclos de inversión externa

60 Por ejemplo, una flexibilización monetaria en moneda doméstica tendrá un efecto en principio expansivo sobre la demanda. Ahora bien, es probable que al mismo tiempo induzca una depreciación de la moneda nacional perjudicial para los agentes con pasivos en USD, que verán cómo se incrementa la cantidad de moneda doméstica que tienen que dedicar para satisfacer los pagos comprometidos en divisas. Este hecho puede contribuir a deprimir la demanda, contrarrestando en cierta forma el efecto expansivo inicial.

que en una economía no dolarizada.

La dolarización puede facilitar también la acumulación de riesgos macroprudenciales (Armas et al., 2014, pp. 2–3,15; Banco Central de Reserva del Perú, 2014, p. 19; Bank for International Settlements, 2008, p. 375; Choy y Chang, 2014, p. 13; Rossini et al., 2013, p. 245, 2011, p. 3). En primer lugar los balances de los agentes son vulnerables ante variaciones importantes del tipo de cambio porque usualmente tienen descuadres de divisas. Las empresas y hogares con pasivos (activos) en divisas serán sensibles a una depreciación (apreciación) del PEN.

La vulnerabilidad de hogares y empresas se traduce en riesgo de crédito para los bancos que les prestan dinero. Los bancos incurren también en riesgo de liquidez al mantener una parte relevante de su balance financiada en divisas porque están operando sin el respaldo de un prestamista de último recurso auténtico, pues la capacidad del Banco Central para prestar divisas a los bancos peruanos es muy limitada porque se lleva a cabo a costa de las reservas del país.

La dolarización es la causa común de todos los problemas y riesgos mencionados, pero hay otros factores que pueden contribuir a exacerbarlos. Los pasivos a corto plazo con el exterior en cualquier moneda incrementan potencialmente la prociclicidad del crédito pues constituyen financiación que los bancos pueden perder en cualquier momento, provocando cambios bruscos en el ritmo de concesión de financiación. Los movimientos del tipo de cambio, amenazadores para los balances semidolarizados, pueden verse favorecidos por la volatilidad del mercado cambiario, que hace más probables los cambios abruptos en las percepciones de los inversores. Una apreciación sostenida puede ser particularmente peligrosa porque incrementa el riesgo de una corrección brusca posterior en forma de depreciación, al mismo tiempo que incentiva aún más la dolarización, pues aumenta el atractivo de los pasivos en USD. Por último, cuanto mayor es el riesgo de liquidez o crédito que asumen los bancos mayor es el riesgo de sobre-reacción en el mercado de crédito doméstico ante cualquier variación del tipo de cambio o de las condiciones de financiación externa, es decir, mayor es potencialmente la variabilidad que el ciclo del crédito induce sobre el ciclo económico.

6.3.2. Problemas y riesgos que generan los flujos entrantes en una economía dolarizada

Los potenciales problemas que pueden generar los flujos entrantes de capital intensos

en cualquier economía (International Monetary Fund, 2012b, p. 17) se agudizan en el caso de Perú por causa de la dolarización, y además aparecen algunos problemas adicionales. Todos ellos pueden agruparse en tres áreas: política monetaria, riesgos macroprudenciales y tipo de cambio.

En cuanto a la gestión monetaria, los flujos entrantes provocan con mayor facilidad la sincronización de la demanda interna con el ciclo inversor (Jiménez, 2010, pp. 27–28), lo que significa el sobrecalentamiento durante el auge y serio riesgo de detención de la economía en la fase bajista. Esto se debe a que la política monetaria es más débil de lo habitual para influir en la parte de la economía que funciona en PEN y es completamente incapaz de afectar al segmento dolarizado.

En cuanto a los riesgos macroprudenciales, los flujos suponen también más amenazas que en una economía no dolarizada. Por el lado del pasivo bancario, los flujos siempre pueden contribuir a un riesgo de liquidez si generan pasivos externos de corto plazo, pero con dolarización es más fácil que dicho riesgo sea aún más acuciante al derivarse al menos parcialmente de pasivos externos de corto plazo en divisas. En caso de problemas para refinanciar estos pasivos en divisas en los mercados internacionales, la ayuda que el Banco Central podría prestar a los bancos sería escasa y en cualquier caso limitada, lo que podría comprometer su solvencia. En el caso de Perú no se aprecia una gran amenaza por riesgo de cambio. Los bancos, al tener libertad para utilizar la financiación captada en USD dentro de Perú, no necesitan transformarla en PEN con lo que no parece haber preocupación porque estén incurriendo en grandes descuadres de divisas.

Por el lado del activo, los flujos suelen facilitar una expansión rápida del crédito doméstico que puede incrementar el riesgo de crédito, pero con dolarización parte de la expansión crediticia inducida es en USD, lo que incrementa adicionalmente el riesgo de crédito por los balances semidolarizados de los prestatarios. Por último, hogares y empresas corren siempre el riesgo de apalancarse en exceso gracias a la mayor financiación que les llega de los bancos cuando hay fuertes entradas de inversión en el país, pero en la economía dolarizada parte del endeudamiento es en USD, lo que supone además riesgo de cambio. La acumulación de riesgos durante el auge se puede materializar en problemas de liquidez o solvencia cuando la inversión entrante se retira.

Por último, los flujos entrantes intensos usualmente favorecen una apreciación del tipo de cambio que puede tener efectos sobre la estructura de la demanda por el abaratamiento de importaciones y/o sobre la estructura productiva por destrucción del

tejido exportador. En la economía dolarizada, el tipo de cambio se convierte además en una variable clave a través de la cual los flujos que ingresan comprando moneda doméstica inciden también en el ámbito macroprudencial. La fuerte afluencia inversora puede apreciar el tipo de cambio, incentivando una mayor dolarización de la economía. La volatilidad en los flujos entrantes de corto plazo, como los depósitos bancarios, puede provocar variaciones súbitas del tipo de cambio que potencialmente afectan a los balances semidolarizados, materializándose problemas de solvencia en los prestatarios que se propagarían rápidamente a los bancos.

Pueden identificarse tres dinámicas económicas que potencialmente pueden contribuir a exacerbar los problemas en las áreas mencionadas de gestión monetaria, riesgos macroprudenciales y tipo de cambio: los flujos de inversión entrante tanto en USD como en PEN, la actividad crediticia doméstica y la actividad de los actores domésticos en los mercados cambiarios, ambas estrechamente vinculadas con la afluencia de inversión externa. La relación entre estas tres dinámicas económicas y los posibles riesgos o problemas que pueden contribuir a exacerbar se puede representar sobre el mapa de entradas de inversión hacia Perú (figura 6.2).

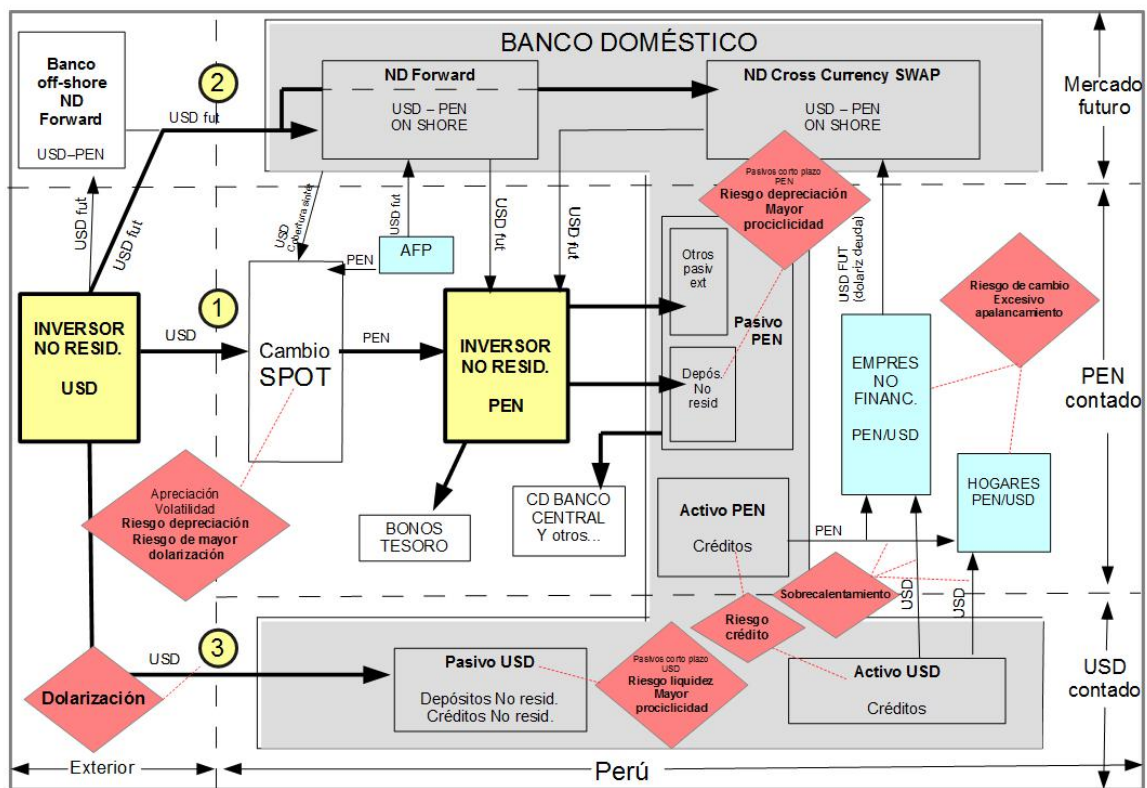
Puede también establecerse una jerarquía en la preocupación que los riesgos y problemas monetarios, macroprudenciales y de tipo de cambio parecen suponer para las autoridades, a partir de la literatura y de las entrevistas realizadas. La principal preocupación de Perú en torno a la inversión externa parece ser la dolarización de la economía, que según el Banco Central, único actor que se pronuncia claramente al respecto, es el auténtico origen de la particular vulnerabilidad de Perú ante la fuerte afluencia de inversión externa (Armas et al., 2014, p. 15,17; Banco Central de Reserva del Perú, 2014, p. 19; Choy y Chang, 2014, p. 13). En este sentido, todos los flujos en USD que conforman la vía tercera de entrada para la inversión externa serán objeto de atención.

El segundo ámbito de preocupación para las autoridades lo constituyen los riesgos que la dolarización contribuye a exacerbar: riesgos de liquidez y crédito en los bancos y riesgo de cambio para hogares y empresas. Los flujos de corto plazo en USD son los responsables del riesgo de liquidez para los bancos por pasivos de corto plazo en divisas. Por su parte, la actividad crediticia en USD es la responsable del riesgo de cambio para hogares y empresas así como del correspondiente riesgo de crédito para los bancos. Los agentes no financieros peruanos también asumen riesgo de cambio al acudir al mercado de derivados a dolarizar sus deudas.

En tercer lugar en cuanto a relevancia para las autoridades se situaría el

comportamiento del tipo de cambio, siendo preocupante una apreciación porque incentiva la dolarización y la volatilidad porque puede favorecer depreciaciones súbitas peligrosas por el riesgo de cambio que se acumula en los balances fruto de dicha dolarización. La apreciación viene favorecida por todos los flujos en PEN que constituyen la primera vía de entrada de inversión, mientras que la volatilidad se ve favorecida por los flujos en PEN de corto plazo así como por la actividad de los actores domésticos en el mercado cambiario.

Figura 6.2. Perú: vías de entrada para la inversión. Problemas y riesgos generados



Fuente: elaboración propia

Por último, el cuarto ámbito problemático parece ser la gestión de la demanda, donde preocuparía por una parte el sobrecalentamiento de la economía, a la que contribuyen todos los flujos de inversión y toda la actividad crediticia doméstica, y por otra la agudización del ciclo por su sincronización con el volátil régimen inversor externo, muy relacionado en este caso con los flujos de corto plazo en cualquier divisa.

Puede ser útil, como conclusión de este epígrafe, un esquema que relacione las

dinámicas de inversión externa, crédito doméstico y mercado cambiario con los distintos problemas y riesgos que pueden contribuir a exacerbar (tabla 6.3), algo que clarifica la relevancia como factores de riesgo de los flujos en USD sea cual sea su plazo, y también de los flujos de corto plazo en cualquier divisa.

Tabla 6.3. Perú: dinámicas potencialmente peligrosas y riesgos a los que contribuyen

		Dolariz	Riesgos		Tipo de cambio		Gestión de la demanda	
			Liquidez (bancos)	Crédito (bancos) Cambio (hogares y empresas)	Aprec.	Volat./ Riesgo deprec.	Sobrecal	Sincronización con inv. ext.
Flujos USD	Corto plazo	X	X				X	X
	Largo plazo	X					X	
Flujos PEN	Corto plazo		X		X	X	X	X
	Largo plazo				X		X	
Actividad crediticia doméstica	USD			X			X	
	PEN						X	
Actividad de actores domésticos en el mercado cambiario al contado o a plazo				X		X		

Fuente: elaboración propia

6.4. La regulación de los flujos entrantes de capital en Perú entre 2007 y 2013

6.4.1. Necesidad y objetivos de la regulación

Los riesgos y problemas a los que los flujos entrantes contribuyen no parecen fáciles de abordar con las políticas que recomienda el IMF (2012b, p. 17), algo que ha sido analizado ya en detalle por la literatura (D. Gabor, 2012). En el caso concreto de Perú, la recomendación de profundizar los mercados financieros para mejorar su capacidad de absorción de inversión externa puede tener sentido, pues sus mercados financieros están claramente poco desarrollados. Pero se trata de una recomendación a medio y largo plazo, poco útil para afrontar una coyuntura específica como es la intensa afluencia de inversión entre 2007 y 2013.

Por lo que respecta a la gestión de la demanda, tratar de influir en la liquidez manejando el tipo de interés es poco efectivo en el caso de los PEN y completamente inútil por lo que respecta a los USD. En cuanto al tipo de cambio, Perú trata de evitar apreciaciones sostenidas por los flujos en PEN acumulando reservas, lo que incrementa la capacidad de responder ante problemas de liquidez en divisas de los

bancos pero tiene costes elevados porque las reservas rinden poco y hay que esterilizar la intervención cambiaria emitiendo deuda a tipos atractivos. Además, la esterilización puede suponer, como de hecho sucede en Perú en 2008 y 2010, un efecto llamada para los inversores que adquieren los títulos de esterilización, muy atractivos por su corto plazo, riesgo mínimo y rentabilidades elevadas. Por último, en el área de los riesgos prudenciales, si los flujos llegan en grandes cantidades los riesgos se acumularán aunque se asuma el coste que implica estabilizar en la medida de lo posible el tipo de cambio y la liquidez en PEN.

Los trabajos consultados del Banco Central (Armas et al., 2014; Choy y Cerna, 2012; Choy y Chang, 2014; Rossini et al., 2013, 2011) coinciden en atribuir un alcance limitado a los instrumentos habituales para afrontar la afluencia inversora intensa, un diagnóstico que comparten también todas las personas entrevistadas en esta institución. Ello explica que el Banco Central complemente la política monetaria estándar con otras herramientas que se encuadran en la regulación directa de los flujos entrantes, y que tratan de disminuir el volumen de flujos totales desincentivando especialmente los flujos en USD con cualquier plazo de vencimiento y los flujos de corto plazo en cualquier moneda. La atención especial a los flujos de corto plazo se justifica no solo porque contribuyen de forma simultánea, directa o indirectamente, a varios de los riesgos y problemas mencionados relacionados con la dinámica de inversión externa -como se ha descrito en el epígrafe anterior- sino porque se trata de una partida de inversión muy volátil y de gran relevancia, pues es la segunda partida inversora en valor absoluto solo por detrás de la IED.

Además de las medidas del Banco Central sobre los flujos entrantes cabe considerar también como regulación directa de capitales la política impositiva del Gobierno respecto a los inversores extranjeros. Por su parte, hay también regulación indirecta aplicada por la SBS a partir de medidas macroprudenciales que buscan de forma paralela atemperar la actividad en los mercados de cambio al contado y a plazo y del mercado de crédito, las otras dos dinámicas señaladas como potencialmente peligrosas en combinación con la inversión externa.

En conjunto, todas las medidas directas e indirectas reseñadas conforman lo que se puede denominar regulación de flujos de capital, cuyo propósito es atemperar la actividad inversora desde el exterior así como modificar su perfil. La eficacia en la aplicación de esta política entre 2007 y 2013 constituye el objeto de análisis presentado en este trabajo. Choy y Cerna (2014) ofrecen la descripción más completa de estas medidas de regulación, a las que también se alude en otros trabajos del Banco Central de Perú (Rossini et al., 2013, 2011) y del IMF (International Monetary

Fund, 2014a, p. 27, 2011c, p. 38; Terrier et al., 2011, pp. 62–67,102). Se ofrece a continuación un análisis descriptivo de la regulación, pudiendo encontrarse en el anexo III una relación pormenorizada de todas las medidas de regulación consideradas.

6.4.2. La regulación directa e indirecta de los flujos de capital

La principal herramienta de regulación directa entre 2007 y 2013 es el requerimiento de reservas o “encaje” sobre los pasivos bancarios con el exterior (cuadro 6.1), consistente en un porcentaje de la obligación del banco en moneda nacional o extranjera que debe mantenerse en forma líquida y disponible (León y Quispe, 2010, p. 12). El encaje es la principal herramienta con la que el Banco Central complementa la política de tipo de interés para tratar de lograr su objetivo explícito de estabilidad monetaria (Armas et al., 2014, p. 3).

El encaje específico sobre los pasivos en USD es una regulación de precios que tiene larga tradición en Perú, siendo el único ámbito en el que el Gobierno ha intervenido activamente y de forma ininterrumpida desde los años noventa en un contexto que en general ha sido de amplia liberalización (Ariyoshi et al., 2000, pp. 67–68). El Banco Central, como institución responsable del encaje, es el actor más relevante de todo el entramado de regulación de flujos de capital.

El encaje sirve para incentivar actitudes saludables desde el punto de vista macroprudencial en presencia de externalidades (Armas et al., 2014, pp. 14–18; Carrera y Córdor, 2011, p. 4; Rossini et al., 2013, p. 252; Terrier et al., 2011, p. 55; Tovar Mora et al., 2012, p. 6). Los bancos que incurren en pasivos especialmente arriesgados no estarían internalizando el coste que su acción puede tener para la economía si hay un episodio de estrés financiero en el futuro. Para solventar este problema de incentivos, la regulación de encaje discrimina de manera muy precisa entre los distintos tipos de pasivos bancarios, tanto en PEN como en USD, encareciendo para el banco la acumulación de los más arriesgados. Por ejemplo, los pasivos exteriores suponen mayor exigencia de encaje que los pasivos domésticos, y lo mismo ocurre con los pasivos en USD frente a los pasivos en PEN, y con los pasivos de corto plazo frente a los de largo plazo. El encaje es una regulación muy ágil porque sus modificaciones se aprueban inmediatamente en el seno del propio Banco y tienen efectos a partir del mes siguiente a su publicación.

En un segundo ámbito de la regulación directa de flujos de capital se sitúan las medidas para limitar o restringir el acceso de los inversores extranjeros a los títulos

emitidos por el Banco Central como parte de su política monetaria, con vencimiento entre un mes y tres años. Estos títulos constituyen un objetivo muy apetecible para los inversores por su elevada rentabilidad, reducido plazo de vencimiento y bajísimo riesgo.

Cuadro 6.1. Perú (2007-2013): medidas de regulación de flujos entrantes de capital

Regulación directa		
Banco Central	Requerimientos de reservas (encaje) a los pasivos bancarios con el exterior en PEN y en USD: (36 Circulares con cambios en la regulación del encaje entre 2007 y 2013)	
	Acceso de inversores no residentes a títulos de esterilización	<ul style="list-style-type: none"> - Tasa administrativa por la adquisición de títulos de esterilización del Banco Central en el mercado secundario: se incrementa hasta el 4% (desde el 0,1%) entre mar 2008 – nov 2008 y desde julio 2010 - Se emiten títulos de esterilización para la política monetaria no accesibles a los inversores extranjeros en determinados periodos (feb 2008-ago 2008; jul 2010-dic 2010; jun 2011-feb 2012; jun 2012-feb 2013)
Ministerio de Economía y Finanzas	Impuestos a las rentas del capital de inversores extranjeros	<ul style="list-style-type: none"> - La tributación de rentas del capital para residentes y no residentes se endurece en enero de 2010 y enero de 2013 - La tributación de las ganancias en contratos derivados por parte de no residentes empiezan a tributar en enero de 2010, equiparándose así el tratamiento al que reciben los inversores residentes
Regulación indirecta		
Banco Central	Requerimientos de reservas (encaje) a los pasivos bancarios domésticos en PEN y en USD	
SBS	Mercado cambiario (limitación de las operaciones de actores domésticos)	<ul style="list-style-type: none"> - Limitación de la posición cambiaria global de sobrecompra de divisas para los bancos (% del patrimonio neto): endurecimiento en feb 2010 (del 100% al 75%), en nov 2010 (del 75% al 60%), en dic 2012 (del 60% al 50%) - Limitación de la posición cambiaria global de sobreventa de divisas para los bancos (% del patrimonio neto) aligeramiento en feb 2010 (del 10% al 15%) y endurecimiento en dic 2012 (del 15% al 10%) - Limitación de la posición cambiaria neta en contratos derivados de tipo de cambio para los bancos: endurecimiento en ene 2011, oct 2011 y dic 2011 - Limitación de las operaciones en el mercado de divisas al contado y <i>forward</i> para los Fondos de Pensiones (% del activo): se instaura en jun 2010 y se endurece en ene 2013
	Mercado de crédito	<ul style="list-style-type: none"> - Requerimientos de capital por riesgo de crédito para los bancos: se incrementan en nov 2012 y ene 2013 - Provisión procíclica por riesgo de crédito: se instaura y activa en oct 2008, se desactiva en sep 2009 y se activa de nuevo en oct 2010

Fuente: elaboración propia a partir de las Circulares del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.), Resoluciones de la SBS (Superintendencia de Bancos, Seguros y Asociaciones de Fondos Privados de Pensiones del Perú, n.d.), Reporte de Inflación del Banco Central (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.); (Choy y Chang, 2014, p. 9,12,16,17,21); (International Monetary Fund, 2011c, p. 38); entrevistas con personal del Banco Central y SUNAT (Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria). Véase el anexo III para un listado pormenorizado de las medidas analizadas

Para mitigar la afluencia inversora a estos títulos, en primer lugar el Banco Central puede alterar la tasa administrativa que cobra a quienes los adquieren en el mercado secundario, entre quienes se cuentan los inversores extranjeros ya que el mercado primario está reservado a los bancos domésticos. Pero también se adopta en determinados periodos una medida administrativa que constituye una restricción completa para este tipo de inversión, como es la utilización de instrumentos de esterilización que están fuera del alcance de los inversores extranjeros, bien los llamados Certificados de Depósito con Negociación Restringida, que no se pueden vender libremente en el mercado secundario, o bien los Depósitos a Plazo que son directamente no negociables (Banco Central de Reserva del Perú, 2014, p. 15, n.d.,

n.d.).

El tercer y último ámbito encuadrado en la regulación directa de flujos de capital es responsabilidad del Ministerio de Economía e incluye dos medidas impositivas: el incremento de la tributación de las ganancias de capital obtenidas en mercados organizados, una medida que afecta a inversores tanto extranjeros como residentes, y el impuesto a las ganancias que los no residentes obtienen por el comercio con productos derivados de tipo de cambio con un plazo de vencimiento inferior a 60 días, medida que equipara el tratamiento fiscal de residentes y no residentes pues estos últimos no tributaban por estas ganancias anteriormente.

En el ámbito de la regulación indirecta, la principal medida es también el encaje bancario, pero en esta ocasión entendido como una medida general que se aplica a todos los pasivos bancarios domésticos de cualquier plazo de vencimiento y divisa y que también se ha endurecido tratando de mitigar el sobrecalentamiento de la economía. En este caso el encaje cumple un rol contracíclico, de control monetario en ambas divisas (Armas et al., 2014, p. 7,11,13; Carrera y Cóndor, 2011, p. 4; León y Quispe, 2010, p. 9). El encaje obliga a mantener gran parte de la financiación en forma de activos totalmente líquidos, con lo que disminuye el volumen de fondos prestables y esto hace que se atenúe el ritmo de crecimiento del crédito. Adicionalmente, el encaje para los pasivos en USD contribuye a la acumulación de reservas con menor coste que la intervención en el mercado cambiario, pues el encaje en USD no hay que comprarlo con PEN, y por lo tanto no hay que esterilizarlo después (Rossini et al., 2011, p. 10).

Además del Banco Central, el otro actor relevante en cuanto a regulación indirecta es la SBS, que toma medidas en dos ámbitos distintos afectando siempre a la actividad bancaria y en algún caso también a la de los Fondos de Pensiones. En primer lugar actúa sobre el activo bancario, tratando de mitigar el crecimiento del crédito, para lo cual se instaura un esquema de provisión bancaria que se activa cuando el crecimiento crediticio alcanza un determinado nivel, y se endurecen los requerimientos de capital a los bancos por riesgo de crédito por los créditos concedidos tanto en PEN como en USD.

En segundo lugar, la SBS actúa también sobre el mercado cambiario al contado y a plazo, aplicando tres medidas: limitación de la posición cambiaria neta de sobrecompra y sobreventa de divisas por parte de los bancos -es decir, el descuadre cambiario en el balance-, que computa tanto operaciones a plazo como al contado; limitación de la posición neta en derivados de tipo de cambio de los bancos; por último, limitación de

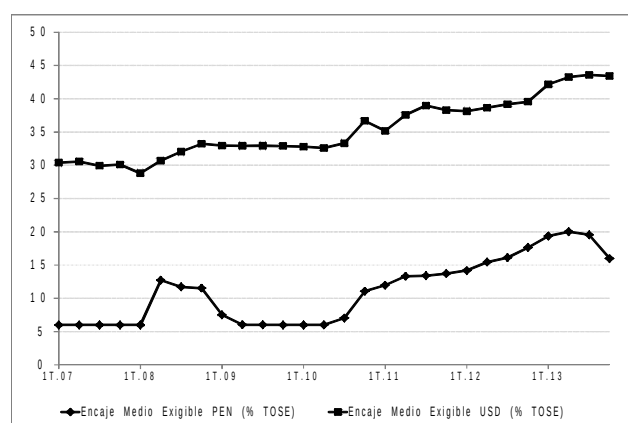
las operaciones diarias y semanales de los Fondos de Pensiones en el mercado cambiario al contado y a plazo.

6.4.3. La lógica temporal y complementariedad de las medidas de regulación

En el periodo 2007-2013 se detectan dos fases diferenciadas de endurecimiento y aligeramiento de la regulación que sin embargo tienen un rasgo común, pues en ambos casos es el Banco Central la institución que toma medidas en primer lugar para mitigar el interés de los inversores por flujos de deuda a corto plazo. Sin embargo, ambos ciclos de regulación se diferencian en su intensidad y duración, y también en el grado de implicación del Gobierno y la SBS acompañado el esfuerzo regulador del Banco Central.

La primera fase de regulación coincide con el final del episodio de inversión que se inicia a principios de 2007 y que tiene su punto culminante en el primer trimestre de 2008. El Banco Central introduce regulación para desincentivar los pasivos bancarios de corto plazo con el exterior en PEN y en USD mediante el encaje bancario, que se endurece notablemente durante los tres primeros trimestres de 2008. Esto es visible en el comportamiento del encaje agregado (por pasivos tanto exteriores como domésticos) exigible para todo el sector bancario como porcentaje de sus pasivos sujetos a encaje (gráfico 6.2).

Gráfico 6.2. Perú (2007-2013): requerimiento de reservas bancarias (monto medio exigible en PEN y USD como % del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

Adicionalmente, el Banco Central trata de detener también el acceso de los inversores

extranjeros a los títulos de esterilización que emite, utilizando tanto la tasa administrativa como el cambio en los instrumentos de esterilización. En esta primera fase, la SBS acompaña tímidamente el esfuerzo regulador del Banco Central instaurando un esquema de provisión anticíclica por riesgo de crédito. Todas las medidas de regulación son revertidas rápidamente tras el colapso de Lehman Brothers excepto el encaje general a los pasivos en USD, que se estabiliza en un nivel más alto que el que tenía antes (gráfico 6.2).⁶¹

A partir del primer trimestre de 2010 se inicia una segunda escalada en la regulación para responder al nuevo episodio de afluencia de flujos que se ha iniciado en el tercer trimestre de 2009 y que se prolongará, con un intermedio relevante en la segunda mitad de 2011, hasta 2013. La reacción ante este segundo auge inversor es más ágil de lo que había sido ante el primero. Si en 2008 las primeras medidas se tomaban cuando los flujos entrantes estaban ya en su apogeo, en 2010 el punto culminante de la inversión entrante llega en el cuarto trimestre, cuando ya se ha reaccionado al auge inversor en muchos ámbitos distintos.

El Banco Central es de nuevo el actor que regula de forma más decidida para mitigar la afluencia de inversión hacia títulos de deuda de corto plazo. La principal medida es también el encaje, que se intensifica a partir del tercer trimestre de 2010, especialmente sobre los pasivos exteriores pero también sobre los domésticos. El endurecimiento es mayor que en 2008, pues se incrementan las tasas medias de encaje efectivas, es decir, el % de pasivo que los bancos deben mantener en forma de reserva líquida, y no solamente las tasas de encaje marginal aplicables como se había hecho en 2008 -y que afectan solo al volumen de pasivo que supere un cierto umbral- (Armas et al., 2014, p. 11,12).

Un ejemplo emblemático de esta regulación es el encaje del 120% a los depósitos en PEN adquiridos por entidades financieras no residentes que superen un determinado monto de referencia, una medida que ya se había aplicado en 2008 y que se instaura de nuevo desde agosto de 2010 por el gran atractivo que estos depósitos, de nuevo, tienen para los inversores extranjeros.⁶² Además del encaje a los pasivos bancarios, el

61 La provisión anticíclica se activa de hecho después del colapso de Lehman Brothers, siendo este retraso atribuible al mecanismo de activación de la propia provisión, que depende de indicadores económicos que se publican con cierto retraso.

62 La medida es señalada por el IMF (International Monetary Fund, 2011c, p. 41) como un “control de capitales” en el sentido de que su aplicación supone una discriminación por motivos de residencia. Más allá de la carga peyorativa que conlleva el término “control”, la consideración del IMF es discutible en cuanto a su consistencia. El encaje no se aplica a los inversores extranjeros sino a los bancos domésticos, y a todos se les aplica por igual. Se podría argumentar que el encaje supone una discriminación de facto para los inversores exteriores por ser más restrictivo para los pasivos exteriores. Es decir, podría no ser una medida discriminatoria para los extranjeros en sentido estricto, pero serlo en la práctica. Esto es evidentemente cierto, y este es el objetivo

Banco Central reinstaura también los obstáculos para el acceso de los inversores extranjeros a los títulos de esterilización en julio de 2010.

La SBS reacciona a este segundo auge inversor con mayor ímpetu que el demostrado en 2008, aplicando desde febrero de 2010 medidas para mitigar la actividad de los agentes en el mercado cambiario al contado y a plazo. La limitación de la posición de sobrecompra neta global de divisas (incluyendo operaciones al contado y a plazo) se endurece en febrero de 2010, noviembre de 2010 y diciembre de 2012. Por su parte, la limitación de la posición de sobreventa global se aligera en febrero de 2010 pero se endurece en diciembre de 2012. El objetivo de estas medidas es mitigar el riesgo de cambio que asumen los bancos participando en el mercado de *forward* (Choy y Chang, 2014, p. 23), lo que tiene mucho que ver con su actividad de contrapartes para los inversores extranjeros que desean apostar a la apreciación del PEN, aunque también participan en este mercado las empresas no financieras peruanas.

Para evitar que los bancos continúen alimentando estas dinámicas simplemente recurriendo a coberturas sintéticas para no exceder los límites permitidos para las posiciones cambiarias globales, en enero de 2011 se limita la posición neta en derivados de tipo de cambio de los bancos, una medida que se endurece en octubre de 2011 y diciembre de 2012. También en el ámbito cambiario, se reduce el límite para el volumen de operaciones diarias y semanales de los Fondos de Pensiones en los mercados cambiarios al contado y a plazo, en junio de 2010 y en enero de 2013, simplemente para mitigar la volatilidad que generan estos actores en el tipo de cambio al contado, pues participan en el mercado de forma puntual pero con operaciones de gran volumen. Además de su actividad en el mercado cambiario, la SBS reactiva desde octubre de 2010 la provisión anticíclica por riesgo de crédito.

Por último, también el Gobierno aplica a partir de enero de 2010 regulación impositiva que afecta a los flujos de capital. En conjunto, el entramado regulador es mucho más consistente en esta segunda fase de regulación que en la primera. El Banco Central se ve más acompañado en su esfuerzo regulador por la SBS y el Gobierno, y las medidas no solo se aplican con mayor celeridad e intensidad, sino que son también más duraderas. La regulación se mantiene en su nivel máximo de intensidad durante 2011 y 2012. Solo en la segunda mitad de 2013, tras 6 meses de claro declive inversor, se empiezan a aligerar algunas medidas de regulación como el encaje genérico en PEN o uno de los obstáculos al acceso de los inversores extranjeros a los títulos de esterilización. Pero aún quedan muchas medidas plenamente operativas a final de

explícito de la medida. Pero en ese caso, toda la política de encaje en conjunto, y no solo el encaje a los depósitos, debiera considerarse discriminatoria, y por lo tanto un “control de capitales”, pues el trato diferenciado a los pasivos exteriores y domésticos es una de sus características esenciales.

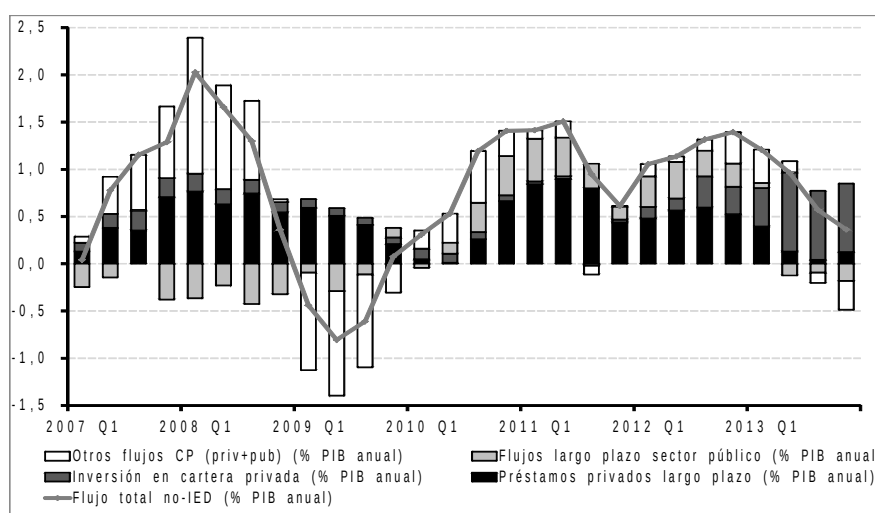
2013, como por ejemplo el encaje marginal del 120% a los depósitos bancarios en PEN adquiridos por entidades financieras no residentes.

6.5. Eficacia de las medidas

6.5.1. Eficacia alterando el volumen y composición de los flujos brutos de entrada distintos a la IED

El análisis considera datos de flujos distintos a la IED en promedios móviles de cuatro trimestres, a fin de facilitar la visualización de cambios en las tendencias. La primera fase de regulación analizada, que comienza en 2008, parece claramente una respuesta al evidente incremento de los flujos entrantes en los trimestres anteriores. La inversión bruta no-IED alcanza un máximo de casi el 2,5% del PIB anual en el primer trimestre de 2008 y a partir de ahí desciende con rapidez durante el resto de ese año y la primera mitad de 2009 (gráfico 6.3). No se puede descartar la eficacia de la regulación mitigando el auge inversor, pero lo cierto es que el comportamiento de los flujos hacia Perú es parecido al que viven todas las economías emergentes y como mínimo desde finales de 2008 se explica también bastante bien por la desconfianza que se instala en los mercados internacionales tras el colapso de Lehman Brothers.

Gráfico 6.3. Perú (2007-2013): flujos brutos entrantes no-IED (datos en promedios móviles de cuatro trimestres)



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

Tras la reactivación de los flujos entre finales de 2009 y principios de 2010 la

regulación vuelve a endurecerse, de forma más ágil, intensa y con más herramientas. Los flujos brutos entrantes distintos a la IED alcanzan un máximo del 1,5% del PIB en el segundo trimestre de 2011 para disminuir con fuerza en la segunda mitad de 2011, lo que podría interpretarse de nuevo como un síntoma de que la regulación, que está acercándose en esos momentos a su punto culminante en cuanto a intensidad, fue efectiva. Pero en 2012 los flujos repuntan de nuevo y alcanzan en el último trimestre de ese año un nuevo máximo casi tan intenso como el anterior, cuando la regulación está ya en su nivel más alto.

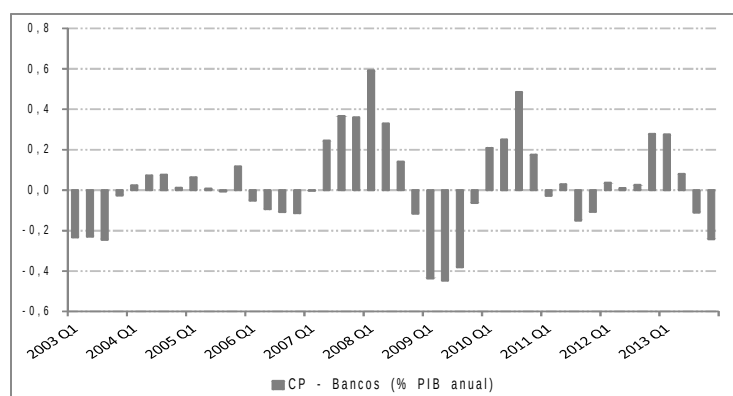
Sin embargo, los valores máximos que alcanzan los flujos no IED a partir de 2010 son inferiores a los de 2007-2008 y la composición de los flujos es distinta en los dos episodios inversores. En 2008 los capitales de corto plazo son muy relevantes y tras el colapso de Lehman Brothers es igualmente abrupta la huida de estos capitales (flujos brutos de entrada negativos) durante 2009. En cambio, en el auge inversor que comienza en 2010 hay un menor peso relativo de los flujos a corto plazo y tampoco hay un efecto salida en esta partida durante la fase bajista que se atraviesa en 2011 (gráfico 6.3). Ganan importancia relativa las partidas que conforman los “otros flujos de largo plazo”, que son préstamos privados de largo plazo y, sobre todo, los flujos de largo plazo hacia el sector público, que en el auge de 2008 habían presentado valores negativos mientras que desde 2010 son la segunda partida en importancia contribuyendo al auge inversor que se inicia en ese momento.

Este comportamiento sería coherente con el hecho de que en la segunda mitad de 2010 se toman medidas muy restrictivas para obstaculizar el acceso de los no residentes a activos de corto plazo en PEN, como las restricciones administrativas para la compra de activos de esterilización del Banco Central por parte de no residentes o el encaje marginal del 120% a los depósitos de entidades financieras no residentes. Choy y Cerna (2012) constatan que efectivamente estas medidas son eficaces, porque la liquidez se habría redirigido desde flujos de corto plazo hacia los bancos y el Banco Central hacia el arbitraje con bonos del Tesoro y derivados de divisas ofrecidos por los bancos.

El efecto de la restricción administrativa sobre los flujos hacia activos de esterilización del Banco Central parece incuestionable, porque una restricción completa necesariamente debe ser eficaz afectando a la partida de inversión sobre la que se aplica. No sucede lo mismo con el encaje bancario, pues al tratarse de una regulación de precios su efecto no puede darse por descontado. Un análisis visual permite apuntar que quizá la partida de inversión de otros flujos de corto plazo destinados a los bancos comerciales cambia su comportamiento desde 2010, cuando la regulación de

encaje se endurece de forma clara, respecto al que tuviera en 2008 cuando la regulación era mucho más tímida. Quizá puede detectarse una disminución en la amplitud de las oscilaciones de esta partida de inversión, algo que encajaría con lo deseado por las autoridades, pero se trata en todo caso de un efecto no demasiado claro (gráfico 6.4).

Gráfico 6.4. Perú (2007-2013): flujos entrantes brutos no-IED (datos en promedios móviles de 4 trimestres)



Fuente: elaboración propia. Datos de flujos de entrada del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

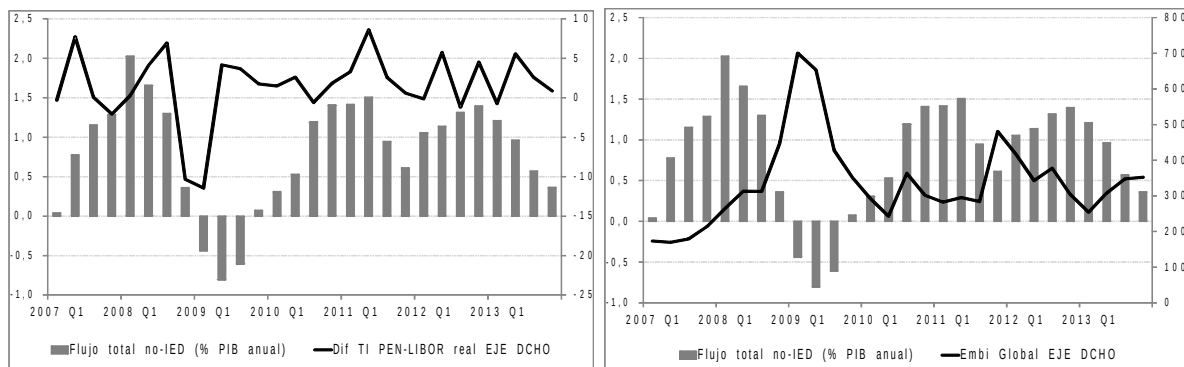
Así pues, parece que el comportamiento de los flujos apoyaría la hipótesis de que la regulación más estricta en 2010 tiene cierta responsabilidad en que el auge inversor que se inicia ese año sea menos explosivo que el de 2008, limitando los volúmenes máximos de inversión total entrante no-IED y reduciendo el peso relativo de los flujos de corto plazo. A este efecto contribuiría con seguridad la restricción administrativa sobre los flujos hacia el Banco Central, mientras que también existen indicios, si bien no demasiado claros, de eficacia por parte de la regulación de encaje. Ahora bien, para contrastar la validez de esta conjetura vale la pena atender a otros dos factores como el diferencial de rentabilidades entre Perú y el exterior y la aversión al riesgo de los inversores internacionales, que pudieran ser también responsables del comportamiento observado en la inversión entrante.

La comparación entre flujos y diferenciales de rentabilidades reales no cuestiona la eficacia de la regulación de flujos de capital en términos agregados. A partir de 2010 el diferencial de rentabilidades es fuertemente oscilante, pero alcanza valores máximos comparables e incluso superiores a los que presenta en 2007 y 2008, mientras que los flujos entrantes son menos intensos (gráfico 6.5). Por lo tanto, el descenso en el volumen de flujos y la pérdida de peso de los flujos a corto plazo a partir de 2010 no

parece explicarse por la disminución en la rentabilidad accesible a los inversores.

En cambio, la aversión al riesgo de los inversores respecto a los mercados emergentes en conjunto, medida por el indicador EMBI Global, parece correlacionarse notablemente con el comportamiento de los flujos, ayudando a entender bastante bien no solo los picos inversores de 2008, 2010 y 2013, sino también su intensidad relativa y la de las fases bajistas que los separan, provocadas por la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 y la crisis de la deuda soberana en Europa en agosto de 2011 (gráfico 6.5). El resultado es similar si se toma como indicador de riesgo la variable VIX, que captaría el riesgo percibido genéricamente por los inversores en los mercados internacionales, no asociado específicamente a mercados emergentes.

Gráfico 6.5. Perú (2007-2013): flujos entrantes brutos no-IED (datos en promedios móviles de 4 trimestres), diferencial de tipos de interés real con el exterior y aversión al riesgo de los inversores



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

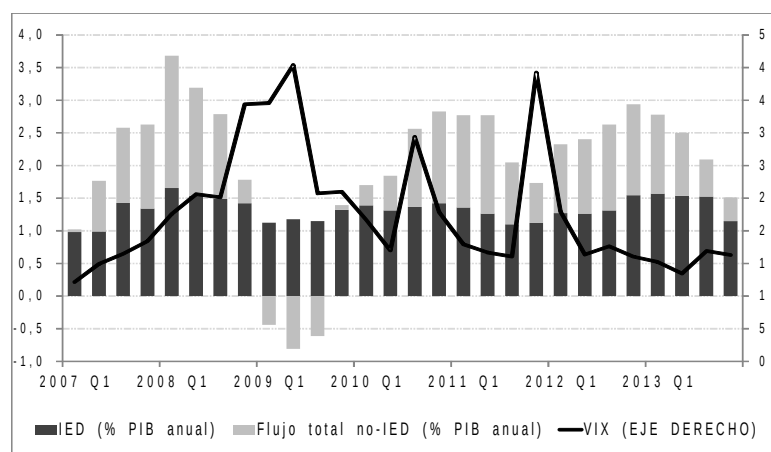
Solamente cuando la aversión al riesgo es muy baja y estable llegan flujos de corto plazo importantes y se puede generar un pico de inversión tan intenso como el de 2007 y 2008. De forma análoga, únicamente cuando la aversión alcanza niveles muy altos se producirían salidas de capitales externos tan intensas como la de 2009. A partir de 2010, la aversión al riesgo cambia con mayor frecuencia de tendencia que en 2007 y 2008 pero alcanza valores menos extremos, tanto en el auge como en la caída, lo que ayuda a entender: i) que los auges inversores desde 2010 sean de menor magnitud agregada y con menor protagonismo relativo de los flujos de corto plazo que en 2008 y ii) que el episodio puntual de decaimiento en los flujos durante 2011 no genere salidas de capitales externos en ninguna partida.

El mercado de derivados ejemplifica también este mismo razonamiento. A lo largo de

2010 se detecta una moderación en el crecimiento de las posiciones en contratos forward de los bancos, que Choy y Cerna (2012, p. 11) atribuyen a una pérdida de interés en estos contratos por parte de los inversores no residentes a consecuencia del impuesto sobre las ganancias en este tipo de contratos que entra en vigor en enero de ese año para extranjeros. Esta explicación es muy razonable, pero también hay que tener en cuenta que la aversión al riesgo está creciendo de forma pronunciada entre el segundo y tercer trimestres de 2010 (gráfico 6.5), con lo que la regulación es como mucho un elemento útil, pero en modo alguno parece imprescindible para entender lo que ocurre en el mercado de *forward*.

Por último, habría algún indicio de que la IED, a partir de 2010, alcanza mayor peso relativo en el total de inversión entrante del que tenía en 2008 (gráfico 6.6). Por ejemplo, cuando la inversión agregada alcanza máximos relativos en 2011Q2 y 2012Q4 la IED tiene un peso relativo del 46% y del 53% respectivamente sobre el total de inversión bruta entrante, cuando en el primer trimestre de 2008, en el máximo de afluencia inversora previo al colapso de Lehman Brothers, el peso de la IED sobre el total del flujo entrante era del 45%.

Gráfico 6.6. Perú (2007-2013): flujos brutos entrantes y percepción del riesgo en los mercados internacionales (datos de inversión en promedios móviles de cuatro trimestres)



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

Se trata en cualquier caso de un efecto pequeño, pero lo cierto es que los momentos en que la IED tiene mayor peso relativo dentro de la inversión total coinciden con una mayor intensidad en la regulación de los flujos de capital. El problema es que también

coinciden con una mayor y más inestable percepción del riesgo según el indicador VIX, lo que presumiblemente desincentivaría en mayor medida la inversión distinta de la IED. De nuevo el fenómeno descrito es compatible con una regulación eficaz pero también se explica bien sin tener en cuenta esta política y atendiendo en su lugar a la aversión al riesgo.

En conjunto, puede decirse que para explicar el comportamiento de los flujos agregados distintos a la IED y de sus principales subpartidas no haría falta recurrir a la regulación de los flujos de capital, sino que bastaría con la aversión al riesgo como principal factor causal. Ahora bien, no puede olvidarse que uno de los componentes de la regulación, la restricción administrativa sobre los flujos hacia los títulos de esterilización del Banco Central, necesariamente debe ser eficaz porque se trata de una restricción completa. Así pues, lo más razonable parece ser sostener que la aversión al riesgo es una buena explicación de los flujos en términos generales, pero que al mismo tiempo éstos se han visto afectados como mínimo y con toda seguridad por una de las medidas de la regulación de flujos de capital, la que restringe por completo los flujos de corto plazo dirigidos hacia el Banco Central.

La literatura empírica que analiza las cuestiones concretas que se discuten no parece ser muy abundante ni ofrecer resultados demasiado útiles. En cuanto a la eficacia reduciendo el volumen de flujos, el IMF (2011c, p. 77) realiza un análisis descriptivo de las medidas aplicadas desde 2010 hasta enero de 2011 y no detecta efecto alguno en este sentido. En cambio, este mismo trabajo sugiere, aunque no como una conclusión firme, que podrían haber ganado importancia los flujos de más largo plazo en PEN (International Monetary Fund, 2011c, p. 77). Este trabajo no puede tomarse como referencia porque el análisis es más bien preliminar y sobre todo porque se centra solamente en un periodo de un año.

Por su parte, Armas *et al.* (2014, p. 22) concluyen que la política de encaje habría logrado una extensión del plazo de vencimiento de los pasivos bancarios en PEN y en USD. Pero este último trabajo tampoco puede servir de referencia, pues se centra en el efecto de una política más restringida que la regulación de la inversión internacional -el encaje bancario- sobre todos los pasivos bancarios, y no únicamente sobre los pasivos exteriores que constituirían una primera aproximación a los flujos de capital.

Por último, cabe señalar que la influencia de la aversión al riesgo sobre los flujos entrantes de capital encuentra un amplio respaldo en la literatura, que diagnostica claramente esta relación en la inversión dirigida hacia los países emergentes y en desarrollo (Benigno *et al.*, 2014b, p. 18; Ghosh *et al.*, 2012; International Monetary

Fund, 2011c, pp. 16–17; Nier et al., 2014), un resultado con el que concordaría el presente análisis del caso de Perú.

6.5.2. Indicadores auxiliares de eficacia: tipo de cambio, crédito y precio de activos

La literatura afirma unánimemente que la apreciación nominal que ha tenido lugar en Perú durante el periodo analizado no ha sido muy intensa pues apenas ha supuesto desviaciones relevantes del tipo de cambio real respecto a su valor de equilibrio consistente con las variables macroeconómicas fundamentales (International Monetary Fund, 2014b, p. 53, 2013d, p. 43; Rossini et al., 2013, pp. 258–260). Las personas entrevistadas coinciden con este diagnóstico, señalando como síntoma de ello que se habrían conseguido evitar depreciaciones súbitas que dañaran los balances y también que el proceso de desdolarización en marcha desde principios de los dos mil -que presumiblemente podría haberse visto obstaculizado por la apreciación cambiaria- no se habría detenido durante la época de fuertes flujos entrantes.

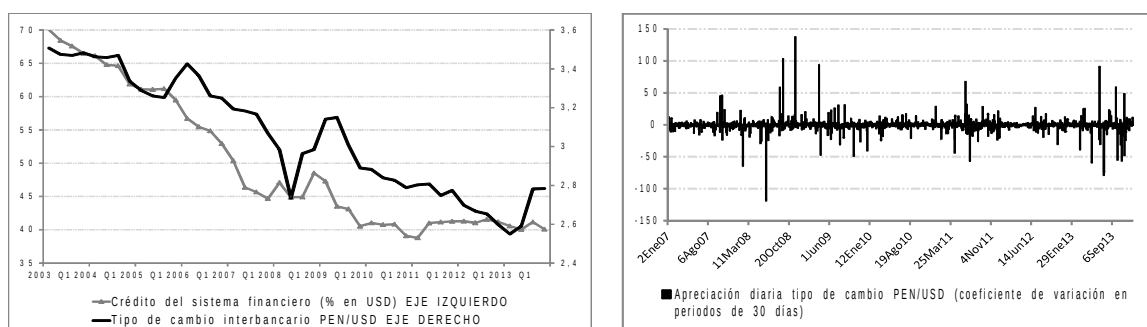
Lo cierto es que el proceso de desdolarización que se inicia en 2003 transcurre permanentemente de forma paralela a la apreciación nominal del tipo de cambio. Durante los periodos de fuertes flujos, y con la excepción de unos meses de 2008, tanto la apreciación como la desdolarización parecen mantener sus tendencias anteriores, por lo que no parece que haya indicios de que la desdolarización se mantenga gracias a la regulación de flujos de capital, o al menos este efecto no es visible a través del tipo de cambio (gráfico 6.7).

La volatilidad del tipo de cambio parece superior a finales de 2008 y 2009, durante la retirada de flujos a corto plazo que sigue al colapso de Lehman Brothers, en comparación con los siguientes periodos de alta volatilidad de 2011 y 2013 (gráfico 6.7). Quizá la regulación prudencial en el mercado cambiario pueda tener responsabilidad en este efecto, pero también sería coherente con la escasa presencia de flujos de entrada positivos de corto plazo a partir de 2010 y la correspondiente ausencia de flujos de entrada negativos en esa misma partida cuando cunde el estrés en los mercados financieros, por ejemplo en la segunda mitad de 2011.

Por otra parte, este trabajo no considera la política de intervención cambiaria, probablemente una de las más relevantes a la hora de analizar el tipo de cambio, que ha sido más intensa y decidida a partir de 2010 (Banco Central de Chile, n.d.; Choy y Chang, 2014, p. 20), hasta el punto de que constituye para el IMF (2011c, p. 75) una de las respuestas más destacables de Perú antes los fuertes flujos de capital que

comienzan en 2010. Al no poder descontar el efecto de la intervención cambiaria, no se pueden extraer conclusiones sobre la eficacia de la regulación de flujos de capital a partir del tipo de cambio.

Gráfico 6.7. Perú (2003-2013): crédito al sector privado, nivel y volatilidad del tipo de cambio



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

La literatura tampoco es de mucha ayuda en este caso. Para algunos trabajos, la volatilidad efectivamente se habría controlado bastante bien en Perú (Choy y Chang, 2014, pp. 27–28; International Monetary Fund, 2011c, pp. 77–78), pero en ellos se tienen en cuenta todas las medidas aplicadas por Perú incluyendo la intervención cambiaria, con lo que tampoco son útiles para tratar de atribuir responsabilidades específicas a la regulación de flujos de capital.

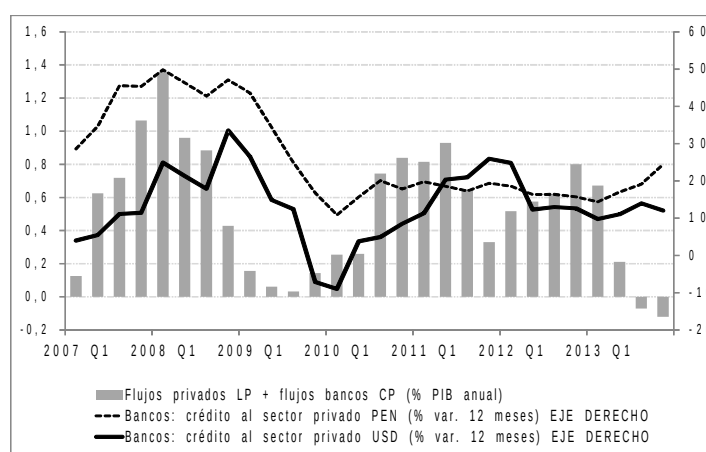
En cuanto al mercado crediticio, el crecimiento del crédito bancario total parece estar bastante relacionado con los flujos entrantes distintos a la IED, y en particular con los flujos totales que llegan desde el exterior a los bancos, flujos que podrían aproximarse como la suma de préstamos de largo plazo al sector privado y flujos bancarios de corto plazo (gráfico 6.8).

La menor afluencia de este tipo de inversión a partir de 2010 parece que contribuye a explicar bastante bien los menores ritmos de crecimiento en el crédito concedido. De nuevo, el fenómeno es compatible con la eficacia de la regulación de la inversión internacional, pero solo en la medida en que se estime que es dicha regulación la que está detrás de la disminución de este tipo de flujos, algo que como se ha discutido no está nada claro porque también se puede entender observando la aversión al riesgo de los inversores.

Algunos autores diagnostican que las medidas de regulación aplicadas por Perú

habrían logrado controlar el crecimiento del crédito (International Monetary Fund, 2011c, p. 77; Rossini et al., 2013, p. 256), pero se trata de trabajos centrados más bien en la descripción de medidas y datos de desempeño económico, sin analizar en profundidad la relación entre unas y otros.

Gráfico 6.8. Perú (2007-2013): flujos brutos entrantes (datos en promedios móviles de cuatro trimestres) y crédito bancario al sector privado



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

En cambio, los autores que analizan la cuestión más en detalle no detectan efecto entre el encaje bancario y el crédito concedido, como por ejemplo Armas *et al.* (2014, p. 22) o Dancourt (2012). Para éste último, el encaje en moneda nacional en el periodo 2003-2011 habría sido efectivo para mitigar el crecimiento del crédito que otorgan las cajas de ahorro, pero no así el que proporcionan los grandes bancos, que es la mayor parte del total y que se nutre en mayor medida de los flujos externos de financiación. El presente trabajo se centra en la regulación de flujos de capital en su conjunto, que incluye entre otras herramientas el encaje bancario, mientras que los trabajos anteriores se preguntan por la eficacia del encaje bancario en general, con lo que no es fácil delimitar su utilidad a efectos de la discusión expuesta. Pero si acaso la intuición que puede extraerse de ellos es que la regulación de los flujos de capital en conjunto probablemente no haya sido demasiado eficaz para atemperar el crecimiento del crédito.

En cuanto a la cuestión de los activos, el precio real de la vivienda ha mostrado una tendencia sostenida de crecimiento desde 2008, con una revalorización del 120% en el metro cuadrado entre el primer trimestre de 2008 y el cuarto del 2013 (Banco Central

de Chile, n.d.). Este incremento del precio se ha producido a un ritmo bastante uniforme, con lo que no se adivina una relación evidente ni con los flujos de capital, que han sufrido muchas variaciones durante esos cinco años, ni con su regulación. Rossini *et al.* (2013, p. 256) opinan que el precio de la vivienda se habría controlado bastante bien en Perú, pero los autores no analizan con detalle la posible responsabilidad de la regulación de flujos de capital en este hecho.

6.5.3. Evidencia adicional: resquicio legal en el mercado de derivados

Aparte del análisis expuesto de datos estadísticos, hay otros argumentos que sugieren que los flujos entrantes no se habrían visto influidos de forma importante por la regulación de flujos de capital. En el caso del auge inversor de 2007-2008, algunas de las personas entrevistadas sostienen no solo que el endurecimiento de la regulación a lo largo de 2008 era claramente reactivo, sino también que existía la sensación de que la presión inversora era tan fuerte que no se sabía muy bien cómo se respondería en el caso de que la situación se alargase en el tiempo. El arsenal regulador del Banco Central parecía estar siendo utilizado en su totalidad sin que se apreciaran efectos claros desincentivando la afluencia inversora. Pero la presión cedió tras el colapso de Lehman Brothers y la situación no llegó a estar nunca fuera de control.

En cuanto al auge inversor que comienza en 2010 se puede argumentar en el mismo sentido pero con más solidez. En un trabajo publicado por el Banco Central en 2012, Choy y Cerna analizan en profundidad las vías por las que la liquidez entra en Perú en esos momentos y cómo se ven afectas por las medidas de regulación de flujos de capital (Choy y Cerna, 2012). Fruto de las restricciones que se imponen en 2010 para mitigar los flujos entrantes de corto plazo, que se dirigían hacia depósitos bancarios en PEN e instrumentos de esterilización del Banco Central, las autoras explican cómo la liquidez desde el exterior se vuelca en el arbitraje con derivados y bonos del Tesoro (Choy y Cerna, 2012, p. 26).

Las tasas de interés implícitas en PEN de los derivados NDF y CCS, muy reducidas, se convierten en la referencia para los inversores extranjeros, toda vez que éstos tienen vedado el mercado habitual de activos de corto plazo en PEN. Los diferenciales de rentabilidad cubiertos de riesgo de cambio que están accesibles mediante el arbitraje con bonos del Tesoro y derivados son muy elevados, lo que permite que la gran presión inversora concentrada ahora en estas operaciones encarezca los precios de los bonos del Tesoro en el mercado secundario hasta que sus rentabilidades se sitúan muy por debajo de la tasa de referencia de la política monetaria.

Este hecho tiene dos consecuencias. La primera es el debilitamiento adicional de la política monetaria de del Banco central. Por una parte, la curva de tipos de los bonos soberanos, sobre todo en el corto plazo, pierde su función de servir de referencia para otras tasas del mercado de dinero. Por otra parte, los tipos de interés que están prevaleciendo en los mercados de moneda local a los que los inversores extranjeros pueden acceder, los asociados a los derivados de tipo de cambio, fácilmente acaban trasladándose a los mercados de crédito doméstico. Esta transmisión la realizan los bancos, que ofrecen contratos derivados de tipo de cambio a inversores extranjeros y también a actores domésticos, como en el caso de la empresa doméstica que utiliza un CCS para “dolarizar” una deuda contraída en PEN. En suma, se ve debilitada la capacidad del Banco Central de influir en la demanda interna. La segunda consecuencia es que los actores domésticos, al implicarse activamente en la dolarización de sus deudas, incrementan su riesgo de cambio, pues se financian a tipos de interés menores pero se comprometen a pagar flujos futuros de caja en USD, cuando sus ingresos están en PEN.

Así pues, la regulación de flujos de capital que pretende parar los flujos de corto plazo parecería eficaz inicialmente redirigiendo la liquidez, pero no es capaz de atajar posteriormente la nueva dinámica de inversión en la que se vuelca la presión inversora, que involucra el mercado de derivados y crea nuevos problemas. Para algunas de las personas entrevistadas esta situación no llega a ser preocupante en ningún momento, pero para otras supone una amenaza seria que no llega a materializarse en problemas reales no por la eficacia de la regulación de flujos de capital, que demuestra muchas dificultades para intensificarse aún más, sino porque la presión inversora se atenúa a causa de factores externos, concretamente los primeros anuncios en 2013 por parte de Estados Unidos de que va a poner fin a la flexibilización cuantitativa doméstica.

6.5.4. Balance: un marco regulador insuficiente

Vale la pena repasar brevemente toda la evidencia recopilada para esclarecer si la regulación de flujos entrantes de Perú ha sido eficaz. En primer lugar, hay argumentos para defender la relevancia tanto de la regulación de flujos de capital como de la aversión al riesgo a la hora de explicar una buena parte de los cambios en volumen y composición de los flujos de entrada distintos a la IED a partir de 2010.

Una medida que se adopta a partir de la segunda mitad de 2010, como es la restricción administrativa del acceso de los extranjeros a los títulos de esterilización del

Banco Central, necesariamente debe tener alguna responsabilidad en que a partir de 2010 haya un menor volumen de flujos y con menor peso de los flujos de corto plazo a pesar de que las rentabilidades reales accesibles a los inversores extranjeros no disminuyen. Mucho más débil es la conjetura en favor de la eficacia del resto de medidas de regulación, particularmente del encaje bancario. Aunque el comportamiento de los flujos es consistente con el endurecimiento de esta regulación, lo cierto es que la aversión al riesgo explica de forma igualmente consistente la evolución de los flujos a lo largo de todo el periodo analizado. La relevancia de la aversión al riesgo como factor explicativo de los flujos de capital es además coherente con una extensa literatura que identifica esta variable como uno de los factores que más determinan los flujos de inversión, tanto en volumen como en composición, hacia países emergentes y en desarrollo. El diferencial de rentabilidades, por último, no parece tener demasiado poder explicativo durante el periodo analizado.

En segundo lugar, hay pistas relevantes para intuir que los dos episodios de liquidez del periodo analizado, que alcanzan sus puntos culminantes en 2008 y 2010 respectivamente, crean problemas que no reciben una respuesta reguladora adecuada, algo que parece mucho más documentado en el segundo de estos episodios. En el caso de 2008 la intuición sería que la intensificación de la regulación no habría tenido efectos apreciables. En 2010 la regulación habría sido eficaz como mínimo por lo que respecta a las restricciones administrativas, pero los inversores habrían encontrado la forma de sortearla redirigiendo los fondos hacia un nuevo circuito basado en el arbitraje de bonos y derivados, lo que habría generado nuevos problemas monetarios y macroprudenciales ante los que la regulación no ofrece respuestas efectivas. No parecen útiles para atajar esta dinámica ni el encaje bancario, ni la fiscalidad más severa sobre los inversores extranjeros desde enero de 2010 ni las restricciones crecientes que entre 2010 y 2012 se aplican sobre la actividad de los bancos en los mercados cambiarios. Desde este punto de vista sería el final del apetito inversor hacia Perú, y no tanto la regulación planteada por el país, lo que habría evitado que los incipientes problemas monetarios y macroprudenciales que se detectan en 2010 y 2011 llegasen a constituir problemas de gran calado.

En tercer lugar, los ámbitos en los que podrían detectarse efectos indirectos de la regulación de flujos de capital tampoco aportan evidencia nueva en favor de su eficacia. Parece haber una conexión entre la volatilidad del tipo de cambio y el crecimiento del crédito, por una parte, y los flujos de capital por la otra. Bajo la hipótesis de que efectivamente la regulación tiene responsabilidad en el comportamiento de los flujos a partir de 2010, cabría identificar la menor volatilidad cambiaria y el menor crecimiento del crédito observables a partir de esa fecha como

indicadores indirectos de la eficacia de la regulación. Ahora bien, no hay que olvidar que estas dos variables se ven influidas por otros muchos factores causales distintos a los flujos y su regulación, que acaso sean incluso más relevantes pero que no se han tenido en cuenta en el presente análisis. Por tanto, los indicios de eficacia que puedan encontrarse aquí deben ser tomados con gran cautela, y en cualquier caso no se trata de indicios nuevos porque el punto central de la discusión sigue siendo si hubo o no hubo efecto sobre el volumen agregado de flujos y su composición. Por último, no parece haber relación entre el volumen de flujos entrantes y el nivel del tipo de cambio o el precio de la propiedad inmobiliaria, con lo que estos ámbitos no aportan pista alguna respecto a la eficacia de la regulación analizada.

En definitiva, con todas las cautelas posibles, la información analizada sugiere que la regulación de flujos de capital en Perú entre 2008 y 2013 probablemente fue insuficiente para afectar de forma relevante el comportamiento de la inversión entrante. El carácter de prohibición administrativa de las medidas que afectan al acceso a los títulos de esterilización del Banco Central permite asegurar la eficacia de este componente de la regulación, pero no hay evidencia clara de eficacia por parte del resto de medidas. Y en cualquier caso, los problemas monetarios y prudenciales apenas se habrían logrado mitigar mediante la regulación, pues las barreras administrativas mencionadas de cuya eficacia no se puede dudar habrían sido sorteadas, generándose nuevos problemas ante los que la regulación no habría ofrecido respuesta alguna.

Para concluir, cabe citar dos trabajos de 2014, con una perspectiva temporal amplia, que ofrecen un diagnóstico bastante positivo del conjunto de políticas para hacer frente a la presión de los flujos entrantes de capital. Para Choy y Chang (2014, pp. 27–28) las políticas habrían sido bastante efectivas en diversos ámbitos, incluyendo la dolarización y la volatilidad del tipo de cambio. Por su parte, el IMF (2014b, p. 54) afirma, en términos más generales, que las medidas aplicadas habrían logrado *“contener las potenciales consecuencias adversas de una aguda apreciación cambiaria, que afectaría a los balances en una economía que aún está altamente dolarizada”*, en clara alusión a los riesgos de cambio, crédito y liquidez que provocan los flujos en USD y el crédito en USD que dichos flujos alimentan.

Estos trabajos toman en consideración no únicamente la regulación de flujos de capital, como en el presente análisis, sino todas las medidas aplicadas por Perú incluyendo la política monetaria y sobre todo la intervención cambiaria, a la que de hecho atribuyen una gran importancia. Además, se trata de trabajos que se centran en la descripción de medidas y cuyas observaciones respecto a la eficacia se derivan

sobre todo de la constatación de que en un contexto de flujos intensos y volátiles se han logrado evitar problemas macroprudenciales de importancia. El presente análisis ha tratado de ir más allá, indagando en las posibles relaciones causales entre los hechos constatados, algo siempre difícil. Por lo tanto, no parece haber contradicción con las presentes conclusiones pues los propósitos y métodos de análisis utilizados son distintos.

6.6. La regulación de Perú en perspectiva

6.6.1. Timidez y limitada capacidad de adaptación de la regulación

La medida de regulación más importante de Perú, el encaje a los pasivos bancarios, se ha aplicado de forma correcta, no habiendo ni en la literatura ni en la información recabada en las entrevistas indicio alguno de que las entidades no hayan cumplido de forma general con lo que se les exige en cuanto a fondos de encaje. Lo mismo puede decirse de otras medidas de precios, ya sean directas, como el endurecimiento fiscal a las ganancias de capital, o indirectas, como la regulación microprudencial sobre el crédito, y también de la regulación administrativa, tanto directa, para impedir el acceso a los títulos de esterilización del Banco Central, como indirecta sobre el mercado cambiario. Así pues, no hay indicios que inviten a pensar que la regulación en Perú ha sido evadida por vías ilegales.

El hecho de que no haya indicios claros de eficacia por parte de las medidas de encaje, impositivas y cambiarias sugiere que todas ellas, aun habiéndose aplicado correctamente, habrían sido probablemente demasiado tímidas, siendo su intensidad insuficiente para afectar a las partidas de inversión a las que iban destinadas. Por su parte, la regulación que con seguridad es eficaz afectando a los flujos entrantes -la restricción administrativa sobre la inversión en títulos del Banco Central- parece haber sido claramente sorteada. En primera instancia, limita los flujos de deuda de corto plazo y los problemas que éstos crean. Pero el arbitraje con bonos del Tesoro y derivados que se potencia a partir de ese momento genera nuevos problemas monetarios y macroprudenciales que la regulación no es capaz de atajar.

La incapacidad de la regulación para adaptarse e impedir ser sorteada podría atribuirse sobre todo a la insuficiente reforma impositiva que tasa las ganancias de capital con derivados para los no residentes desde enero de 2010, que afecta solo a los derivados con vencimiento inferior a 60 días. Podría haber aquí un problema de cobertura excesivamente limitada en esta medida, pues al destinarse la regulación a

un tipo tan específico de contrato derivado, sería fácil de sortear por parte de los inversores extranjeros, simplemente contratando derivados a más largo plazo. Adicionalmente, la regulación prudencial que limita las posiciones cambiarias netas de los bancos podría también haber sido incapaz de desincentivar esta dinámica. Se trata de un conjunto de medidas más bien tímidas y que se endurecen con demasiada parsimonia, entre febrero de 2010 y diciembre de 2012 para la posición global y entre enero de 2011 y diciembre de 2012 para la posición en derivados.

En una época de gran demanda por negociar con cualquier activo peruano, este conjunto de medidas no parecen haber constituido un desincentivo serio para los inversores extranjeros y los bancos domésticos que son sus contrapartes en los contratos derivados. Por lo tanto, el arbitraje con bonos públicos y derivados habría seguido siendo muy atractivo una vez descontados los costes que la regulación imponía. No es el objeto del análisis determinar cuál habría sido la forma de intentar adaptar la regulación de forma que fuera más eficaz, pero quizá un mayor endurecimiento fiscal a las operaciones con derivados o bien una restricción mayor sobre las posiciones cambiarias de los bancos habrían sido probablemente alternativas a tener en cuenta.

Si la regulación ha mostrado una limitada capacidad de adaptación para atajar eficazmente las dinámicas de inversión potencialmente peligrosas, hay que destacar el papel de los bancos domésticos en todo este escenario. Los bancos se sitúan en el centro de la actividad financiera que plantea el primer reto a los reguladores, el flujo de deuda de corto plazo. Son ellos quienes captan los depósitos en PEN que constituyen ya de por sí un objetivo muy apetecible para los inversores, y desde los cuales se accede a la compra en el mercado secundario de los títulos de esterilización del Banco Central. Tras las medidas que en 2010 detienen este tipo de inversión, son de nuevo los bancos quienes se sitúan en el centro de la nueva actividad inversora, el arbitraje con bonos y derivados, mediante la cual el inversor extranjero puede sortear la regulación aplicada. Los bancos innovan y dinamizan un mercado antes muy poco relevante de derivados OTC para ofrecer a los inversores extranjeros todos los contratos necesarios para hacer atractivo este nuevo circuito inversor, a salvo de la restrictiva regulación aplicada sobre los flujos tradicionales de deuda de corto plazo.

6.6.2. Desigual implicación de las instituciones y problemas de coordinación

Es indudable que la regulación peruana, a partir de 2010, es más decidida de lo que lo había sido en el auge inversor de 2007-2008, tanto por la intensidad de las medidas

como por el mayor apoyo con el que cuenta el Banco Central por parte del Gobierno y de la SBS. Ahora bien, tanto la implicación real de estas dos últimas instituciones en cuanto al objetivo específico de regular los flujos de capital como su contribución a la coordinación en esta materia parecen ser bastantes limitadas.

El Banco Central tiene una indudable preocupación por el ámbito macroprudencial según se desprende de las políticas que aplica y los análisis que publica, algo que parecen confirmar también las opiniones de las personas entrevistadas. En el periodo analizado, entre 2007 y 2013, no solamente ha actuado con el encaje, endureciéndolo de forma muy destacable para los pasivos que consideraba más arriesgados, sino que también ha introducido en 2008 y de nuevo en 2010 medidas novedosas muy restrictivas y claramente discriminatorias de facto para los inversores extranjeros como son las destinadas a impedir su acceso a los títulos de esterilización del Banco.

La SBS, por su parte, ha aplicado también medidas de regulación microprudencial que se encuadran en la regulación indirecta de flujos de capital, pero las diferencias con la actuación del Banco Central son notables. Su reacción ante el escenario que generan los flujos entrantes es más tardía y solamente a partir de 2010 toma medidas, que endurece progresiva pero muy pausadamente. Su actuación se justifica como una respuesta microprudencial a las actividades de los bancos en los mercados cambiarios, que pueden incrementar el riesgo de cambio en los balances. Ni en los documentos de trabajo de la institución ni en las entrevistas realizadas se alude a los flujos de capital como un fenómeno a tener en cuenta como causa de estos riesgos de balance. Es decir, aunque las medidas que aplica la SBS puedan tener un efecto mitigando la actividad de los inversores extranjeros en el mercado *forward*, no parece que sea éste su objetivo, sino únicamente uno de sus efectos colaterales.

Por último, el Ministerio de Economía es un actor prácticamente ausente en el ámbito de la regulación de flujos de capital, un hecho visible al menos en dos ámbitos, como son la utilización de los impuestos y la coordinación de la respuesta reguladora a los flujos de inversión. En cuanto a los impuestos, se trata de una herramienta que el Gobierno tiene directamente bajo su control pero que se aplica con gran timidez durante todo el periodo analizado y deja resquicios bastante claros que permiten a los inversores sortearla, como ocurre con el impuesto sobre los derivados de vencimiento inferior a dos meses.

Además, el hecho de que las medidas impositivas suponen o bien el fin de una exoneración para todos los inversores -como en el caso de la tributación por rentas de capital genéricas- o bien el fin de una discriminación positiva a favor de los inversores

extranjeros -como en el caso de la tributación de las ganancias por derivados- sugiere una motivación más relacionada con un determinado enfoque de la política fiscal en términos agregados que con una visión de los flujos entrantes de capital como una dinámica que debiera atemperarse con herramientas fiscales. No parecen existir documentos del Gobierno en los que se discuta esta cuestión, con lo que la visión expresada parece la más razonable que es consistente con los hechos.⁶³

En cuanto a la coordinación de la respuesta reguladora, no hay constancia de que el Gobierno ejerza liderazgo alguno en este ámbito ni tampoco de que impulse instancias de coordinación entre las tres instituciones con responsabilidades más directas en la materia, como son el Ministerio de Economía, el Banco Central y la SBS, en las que otro actor pudiera asumir ese rol, como por ejemplo el Banco Central. Éste último es de hecho el que muestra una mayor preocupación por el ámbito macroprudencial, lo que le habría llevado a asumir un liderazgo informal en esta cuestión desde 2008 (International Monetary Fund, 2012h, p. 18), algo que también confirman las personas entrevistadas. Ahora bien, sin un marco legal formalizado ni mecanismos de funcionamiento o rendición de cuentas, el liderazgo informal del Banco Central difícilmente se traduciría en la promoción de cambios relevantes en la regulación fuera de su propio ámbito de influencia.

Buen ejemplo de ello se encuentra en el mercado de derivados, que constituye el principal resquicio legal en el que la inversión extranjera logra situarse fuera del alcance del Banco Central, que es quien muestra más interés por su regulación pero carece de competencia legal para ello. La actuación de inversores extranjeros y actores residentes en este mercado puede verse afectada solamente por la política impositiva y adicionalmente, en el caso de los bancos, por la regulación prudencial bancaria, que son responsabilidad del Gobierno y la SBS respectivamente y que se aplican con una intensidad aparentemente insuficiente. Este hecho ilustra que el liderazgo informal del Banco Central en el ámbito macroprudencial parece haber tenido, lógicamente, escaso éxito tratando de que Gobierno y SBS se sumaran con decisión a un esfuerzo regulador sobre los flujos de capital. Si la SBS parece interesarse, y solo moderadamente, por uno de los síntomas que son atribuibles en parte a los flujos de capital, como es la excesiva exposición cambiaria de los bancos, el Gobierno no parece ni siquiera detectar síntoma alguno que requiera su actuación, ya sea como regulador activo mediante impuestos o como coordinador institucional en materia de regulación.

63 No ha sido posible durante el trabajo de campo conocer las impresiones del Ministerio de Economía respecto a las medidas impositivas que afectan a los inversores extranjeros.

En suma, la respuesta reguladora de Perú a los flujos entrantes de capital parece una suma de contribuciones de muy desigual intensidad y poco coordinadas. La decidida implicación del Banco Central parece traducirse en medidas que o bien son excesivamente tímidas -encaje bancario- o bien son muy decididas -restricciones administrativas- pero son sorteadas, probablemente porque ni la SBS ni particularmente el Gobierno parecen considerar que los flujos de capital constituyan una cuestión que les atañe directamente, y mucho menos que sea necesario realizar un esfuerzo de coordinación entre instituciones en esta materia. Las medidas aplicadas no forman un conjunto suficientemente consistente, con lo que aquellas que son más restrictivas pueden ser sorteadas.

De hecho no puede decirse que las medidas del Gobierno y la SBS formen parte de una política pública de regulación de inversión entrante, a pesar de que sin duda influyen sobre transacciones entre residentes y no residentes. El motivo es que los flujos de capital no parecen tener relevancia ni para el Gobierno ni para la SBS a la hora de justificar estas medidas, y en ningún momento se aprecia por parte de estas instituciones una voluntad sólida de coordinación con el Banco Central en esa materia, que es el único actor que muestra explícitamente interés en la dinámica de inversión entrante y los problemas que puede suponer para Perú.

6.6.3. Limitado abanico de medidas: la escasa utilización de los impuestos

La casi nula implicación del Gobierno en la regulación de flujos de capital peruana tiene como uno de sus síntomas más relevantes la escasísima utilización de las herramientas impositivas para incidir en el comportamiento de los flujos entrantes. Es llamativo que en la literatura consultada sobre la regulación peruana, sobre todo del Banco Central de Perú y del IMF, ni siquiera se considera la posibilidad de otorgar mayor protagonismo a los impuestos, por ejemplo aplicados sobre ciertos flujos entrantes de capital de forma específica. Este hecho refleja una cuestión de fondo como es que los impuestos parecen estar por completo fuera del debate político en Perú, lo que admitiría distintas explicaciones, a juicio de las personas entrevistadas.

Por una parte, los impuestos podrían no ser demasiado útiles en la práctica para Perú. Al actuar sobre la fuente en lugar de sobre el destino del flujo, afectarían en principio a más transacciones y no solo a las que los bancos peruanos realizan con el exterior. Pero como el canal bancario es con diferencia el más relevante para recibir la inversión en Perú, en la práctica el encaje seguramente no es inferior al impuesto en cuanto a cobertura. Pero el impuesto, se apunta, tendría además un inconveniente

práctico, como es que toda medida impositiva requiere un trámite parlamentario que puede ser complicado y largo, cuando no también imprevisible en cuanto a las modificaciones que pueda sufrir la legislación durante su proceso de aprobación. Todo ello le restaría agilidad y quizá eficacia en comparación con el encaje bancario, que es modificado a discreción por el Banco Central en el momento en que se considera necesario, entrando en vigor inmediatamente.

Ahora bien, más allá del balance entre ventajas e inconvenientes prácticos, el principal argumento que ofrecen las personas entrevistadas para rechazar la utilidad del impuesto sobre los flujos de capital parece ser que esta herramienta no sería compatible con la imagen que el país quiere proyectar hacia el exterior. Perú es un país pequeño que necesita de la economía global y debe transmitir una imagen de apertura económica, estabilidad y trato previsible y favorable al inversor extranjero, como mínimo no menos favorable que al inversor doméstico.

Un impuesto sobre los flujos de capital se asociaría fácilmente, según las personas entrevistadas, con un interés recaudatorio sospechoso y con la implicación inevitable de un aparato burocrático de fiscalización, síntoma de un intervencionismo gubernamental probablemente excesivo. Quizá contribuye a este hecho una imagen fuertemente arraigada en el imaginario colectivo de todas las instancias reguladoras del país, según la cual el concepto mismo del impuesto sobre el inversor extranjero remite a la arbitrariedad del Estado y los desequilibrios macroeconómicos que en ocasiones se asocian al Perú de los años ochenta.

Esta consideración bastante negativa respecto a los impuestos contrasta con la valoración que se hace del encaje bancario, descrito en la literatura y percibido por todas las personas entrevistadas como una medida de política monetaria razonable y sensata, que se aplica fruto del interés del Banco Central por regular con un propósito loable -la estabilidad financiera- en un contexto complicado como es una economía dolarizada.

Pero los impuestos discriminatorios para el inversor extranjero y el encaje bancario no parecen tan distintos como para merecer valoraciones tan dispares. De hecho, los encajes particularmente elevados sobre los pasivos de los bancos con el exterior constituyen una discriminación de facto del inversor extranjero respecto al inversor residente. Su propósito es precisamente que el banco traslade al inversor extranjero una parte del coste que supone el encaje, de forma que dicho inversor se desanime y desista de invertir en Perú por esa vía, o al menos lo haga en menor cuantía.

No es el propósito de este trabajo ahondar en los motivos por los que impuestos y encaje son percibidos de forma tan distinta, sino simplemente reseñar que es el impuesto en sí la medida que parece generar rechazo, y no el hecho de que una medida sea discriminatoria con el inversor extranjero, pues el encaje bancario lo es, y de forma expresa. Ahora bien, puede apuntarse una intuición para comprender esta distinta percepción, y es que la discriminación de facto que supone el encaje queda en cierto modo diluida en la letra de la regulación por el hecho de que el encaje discrimina entre pasivos exteriores y domésticos, pero no entre los agentes a los que afecta, que son todos los bancos sin excepción. La regulación de encaje bancario no habla de inversores, sino de pasivos. En cambio, el impuesto al inversor, para lograr un resultado análogo al que busca el encaje desincentivando la inversión de los extranjeros, debe discriminar explícitamente, y por tanto de forma más visible, al inversor extranjero respecto al residente.

El limitado papel que se le otorga en Perú al impuesto como herramienta de política económica no parece ser un rasgo exclusivo de la regulación de la inversión internacional, pues existe en este país poca experiencia en la utilización de impuestos para modular comportamientos y no únicamente para recaudar. Como ejemplos, además de los impuestos al alcohol y al tabaco, existe solamente un impuesto aplicado sobre las transacciones financieras con un tipo impositivo del 0,005% que pretende contribuir a evitar la evasión proporcionando un registro transacciones bancarias.

Un último ámbito a discutir, más allá de la percepción que se tenga del impuesto, es que su práctica eliminación del catálogo de medidas posibles podría deberse también al menos en parte a impedimentos legales. Por ejemplo, la Constitución peruana garantiza la no discriminación del inversor extranjero respecto al nacional, y el Tratado de Libre Comercio firmado con Estados Unidos contiene en su texto serias limitaciones al trato diferenciado de inversores extranjeros y residentes. Ahora bien, de acuerdo a las entrevistas realizadas, estos obstáculos legales probablemente no serían insalvables. La prohibición del trato diferenciado se aplicaría siempre que las circunstancias de contexto fueran similares en ambos casos, cuestión que abre un amplio margen de interpretación que convierte a los tribunales internacionales de arbitraje en los actores clave que dirimen este tipo de controversias creando jurisprudencia.

Escapa al alcance de este trabajo esclarecer la cuestión, legalmente compleja y controvertida, de hasta qué punto Perú tiene margen legal para utilizar la herramienta impositiva con más decisión, por ejemplo estableciendo impuestos dirigidos

específicamente a los inversores extranjeros por determinadas transacciones. Pero lo que ha mostrado el trabajo de campo es la gran heterogeneidad en las opiniones de las personas entrevistadas respecto a dónde se sitúa este límite legal y por qué. Hasta tal punto son variados los diagnósticos y sobre todo su justificación que la sensación es que dicho límite, sin duda incierto, posiblemente no ha sido analizado ni explorado con profundidad por parte de las autoridades.

No parece que Perú pueda ver limitado su margen de maniobra por otros marcos legales de ámbito internacional, pues el país no tiene compromisos específicos en el seno de la OMC. El IMF, tanto por lo que se deduce de sus publicaciones como por las opiniones recabadas durante las entrevistas, no tendría tampoco una posición especialmente beligerante frente a la regulación aplicada por Perú, más allá del hecho testimonial de señalar al encaje bancario marginal del 120% por depósitos a entidades financieras no residentes como un “control de capitales” (International Monetary Fund, 2011c, pp. 41, 74), con la carga peyorativa que ello puede suponer.

En definitiva, la herramienta impositiva como medida de regulación de flujos de capital parece estar excluida de antemano del abanico de opciones disponibles para mitigar los efectos de los auges de inversión entrante, algo que no parece justificarse por restricciones legales ni tampoco porque se estime que es una medida inferior a otras en cuanto a su idoneidad económica. Sea cual sea el motivo, sin duda es un hecho que ha mermado la capacidad de la regulación de ser eficaz. Por ejemplo, como se ha discutido, uno de los factores que parece estar detrás de la incapacidad de la regulación de evitar ser sorteada mediante el arbitraje con derivados y bonos del Tesoro es la notable timidez de las medidas impositivas aplicadas en ese ámbito, lo que respondería probablemente a que no se concibieron específicamente para mitigar la participación de extranjeros en el mercado de derivados.

6.6.4. Capacidades institucionales

El balance no demasiado positivo de la regulación peruana que se defiende en este trabajo no debe ocultar el hecho de que Perú cuenta con una base de regulación muy relevante basada en el encaje bancario que se ha aplicado de forma absolutamente correcta. Esto parece deberse en buena parte a la amplia experiencia que el Banco tiene en su aplicación, pues el encaje bancario lleva utilizándose en el país desde los noventa y constituye uno de los pocos ámbitos en los que las instituciones no han dejado de tener presencia dentro de un contexto que ha sido por lo demás de amplia liberalización.

El Banco Central habría podido perfeccionar la aplicación de su política monetaria incorporando las enseñanzas acumuladas a lo largo del tiempo. Por ejemplo, la crisis de Rusia en 1998 provoca importantes problemas de liquidez en los bancos peruanos por pasivos a corto plazo en divisas, lo que genera una profunda crisis en Perú cuyos efectos se extienden hasta 2004. Ese evento, que ha marcado profundamente la memoria colectiva en las instituciones con responsabilidades en materia de regulación de flujos y al que aluden la mayoría de las personas entrevistadas, convence al Banco Central de la importancia de los riesgos que implica la dolarización. También la experiencia en la regulación durante 2008 es utilizada en 2010, endureciendo el encaje de forma más generalizada y no solamente mediante cambios en los tipos marginales de encaje. Por último, la experiencia previa no solo permite que el diseño del encaje bancario se nutra del conocimiento acumulado, sino también que la aplicación de esta herramienta sea más fácil, pues existe ya un aparato burocrático experimentado en la materia.

La existencia de una base reguladora solvente y eficaz parece un factor muy importante para que cualquier entramado de regulación logre sus propósitos y cabe destacar que Perú contaba con dicha base. Otra cosa es que, tal y como se ha diagnosticado en este trabajo, la regulación en conjunto haya mostrado no demasiado eficaz, ya sea porque algunas medidas han sido quizá demasiado tímidas -entre ellas probablemente el propio encaje- o porque la regulación ha mostrado una limitada capacidad de adaptación una vez que las medidas administrativas del Banco Central se muestran eficaces pero son sorteadas.

Existe un ámbito de discusión relevante en cuanto a las instituciones de Perú que parece útil para contribuir a explicar esta eficacia solo parcial de la regulación. Se trata del limitado volumen de información respecto a lo que acontece en los mercados financieros que parece nutrir los procesos de diseño, aplicación y seguimiento de la regulación de los flujos de capital. Un primer ejemplo lo constituye la opacidad del mercado de derivados. El mercado organizado de títulos es muy poco dinámico y no atrae una parte sustancial de la inversión extranjera, con lo que este segmento del mercado financiero, potencialmente transparente por estar organizado, no aporta demasiada información. Por el contrario, el mercado no organizado de derivados de tipo de cambio es muy opaco. El Banco Central conoce la exposición agregada de cada banco a este tipo de contratos, pero con carácter ordinario no tiene acceso a información sobre operaciones individuales, pues la política prudencial bancaria no está bajo su responsabilidad.

Así, quien tiene más interés por los riesgos macroprudenciales, el Banco Central,

encuentra muchas dificultades para saber realmente lo que está ocurriendo en el ámbito de los derivados, que constituye precisamente el centro de la dinámica que permite sortear la regulación impuesta en 2010 para limitar los flujos de deuda de corto plazo. Es cierto que el acceso a información no es la única cuestión relevante, ya que el Banco Central carece de competencias para regular en el ámbito de los derivados. Pero indudablemente la inexistencia siquiera de una base informativa mínima es un serio problema, porque impide al Banco Central sugerir a quienes tienen dichas competencias reformas que a su juicio podrían ser adecuadas. La SBS tiene acceso a toda esta información pero no se muestra demasiado interesada en los riesgos macroprudenciales que se pueden generar en ese ámbito, y su regulación, únicamente justificada en términos microprudenciales, es muy tímida. Con instituciones igualmente implicadas y debidamente coordinadas en la cuestión de los flujos de capital la cuestión de cuál de ellas tiene acceso a un dato u otro sería de una importancia menor, pero en el caso de Perú se convierte en un hecho relevante que parece también limitar el alcance de la regulación.

Un segundo ejemplo reseñable en cuanto a las instituciones y la información sobre los mercados financieros lo constituye el Gobierno de Perú, que ha instaurado, sobre todo por motivos informativos, un impuesto sobre las transacciones financieras de poca intensidad pero muy amplia cobertura. Eso supone que ya existe en el país un sistema de recogida de información que, a través de los bancos, registra y codifica los distintos tipos de transacciones que tienen lugar dentro de la economía y con el exterior. Esta fuente de información, creada sobre todo para dificultar la evasión fiscal en términos generales, no es aprovechada en modo alguno por el Gobierno para eventuales procesos de diseño y aplicación de la regulación de flujos de capital, de los que parece mantenerse bastante al margen.

Los ejemplos mencionados sugieren por una parte que el acceso a información es un factor que facilita potencialmente la eficacia de la regulación, y dicho factor ha estado ausente en el caso concreto de Perú y su mercado de derivados, probablemente como consecuencia de la desigual implicación de las instituciones en todo lo referente a regulación de flujos entrantes y su limitada coordinación. Por otra parte, también parece claro que la posibilidad de acceder a información adecuada -como es el caso del Gobierno con el impuesto sobre las transacciones financieras o de la SBS con respecto a los derivados negociados por los bancos- en modo alguno garantiza que dicha información sirva para nutrir adecuadamente los procesos de decisión política y técnica alrededor de la regulación de flujos entrantes de inversión. Esto parecería depender más bien de otros factores de fondo, aquellos que determinarían el muy diferente interés de unas instituciones y otras por la cuestión de los flujos de capital, y

que se analizan brevemente en el siguiente subepígrafe.

6.6.5. La actitud de las instituciones y la sociedad frente la regulación: algunos apuntes

El contenido de este subepígrafe pretende ofrecer algunas pistas para interpretar el comportamiento de las instituciones peruanas con respecto a la regulación de flujos de capital. No se trata de cuestiones centrales para el objeto de estudio, por lo que la discusión es breve, pero pueden quizá proporcionar intuiciones que ayuden a complementar el análisis expuesto.

Parece relevante preguntarse por qué las instituciones peruanas muestran una implicación tan desigual en materia de regulación de flujos de capital, un hecho que parece constatado a partir del análisis expuesto. En cuanto al Banco Central, tres factores pueden ayudar a entender su elevado protagonismo en esta materia. El primero de ellos es la estrecha relación entre la cuestión de la inversión entrante y su objetivo primordial que es la estabilidad monetaria. Tanto la literatura como las personas entrevistadas destacan que cualquier desestabilización del sistema financiero comprometería seriamente la estabilidad monetaria. Por lo tanto, parece totalmente pertinente que el Banco central sienta que los fuertes vaivenes de inversión son un tema que le concierne, pues tienen una gran capacidad de influir en el ciclo económico doméstico. En el mismo sentido pero desde otro punto de vista, aunque nadie tiene en Perú un mandato legal explícito en materia macroprudencial, parece claro que no se entendería que el Banco Central no asumiera informalmente un papel muy activo, incluso el principal, en este ámbito.

El segundo factor es la credibilidad y legitimidad sociales de las que disfruta el Banco Central, y que le otorgan margen de maniobra a la hora de regular. Esto podría deberse a que el Banco cuenta con una amplia experiencia reguladora que, como mínimo desde los años noventa, parece haber sido percibida como acertada por parte de los distintos sectores de la sociedad, pues habría conseguido mantener un mínimo control monetario a pesar del difícil contexto que supone la dolarización casi total de la economía.

El tercer factor es su margen de maniobra legal. Esta institución es formalmente independiente del poder político desde los años noventa (Banco Central de Reserva del Perú, 2014, p. 6), y está liderado por un directorio de siete miembros, de los que el Gobierno designa a cuatro, incluido el presidente, y el Parlamento elige a los otros tres. La Ley Orgánica del BCRP prevé que únicamente en caso de falta grave puede el

Parlamento forzar la modificación de la composición del directorio del Banco, y el apoyo del Parlamento tiene que ser tan alto que realmente hace muy difícil este proceso. Según algunas de las personas entrevistadas, actualmente el blindaje institucional del Banco Central sería importante no tanto frente a presiones originadas en el propio poder político, principal preocupación durante los años noventa, sino más bien frente a presiones que podrían surgir de sectores económicos de Perú, que por la vía parlamentaria quizá acabarían incidiendo en el rumbo que tomara la política de la institución.⁶⁴

Estos tres factores ayudan a entender que el Banco Central tenga en la práctica un objetivo algo más amplio que el estrictamente monetario, preocupándose también por el empleo, la coyuntura macroeconómica y la estabilidad macroprudencial. Buena muestra de ello sería no solo su actividad con el encaje bancario y las restricciones a la inversión en títulos de esterilización por parte de extranjeros, sino también la aplicación de una política monetaria expansiva para afrontar la coyuntura adversa tras el colapso de Lehman Brothers, algo inédito hasta ese momento como respuesta a un shock externo, aunque sin duda los años de bonanza previos con superávit fiscal y acumulación de reservas influyen poderosamente también en este hecho.

Como último comentario respecto al Banco Central, es interesante la cuestión de por qué esta institución, aun estando plenamente comprometida con el seguimiento y regulación de los flujos entrantes de capital, se habría mostrado probablemente demasiado tímida en la utilización de su principal herramienta de regulación, el encaje bancario, como para afectar de forma clara a los flujos de corto plazo que llegan hacia los bancos. Una explicación podría ser la dificultad de graduar sobre la marcha y de manera fina una regulación de precios compleja como es el encaje bancario. Pero parece más sugerente partir de la idea de que el propósito del encaje es modular el perfil de la inversión entrante pero de ningún modo interrumpirla, pues en Perú la mayor parte de la inversión distinta a la IED llega a través de los bancos. Es probable que ello genere una actitud precavida de los reguladores a la hora de utilizar el encaje, prefiriendo en todo caso un efecto pequeño o inexistente a un efecto excesivo que comprometa una fuente imprescindible de financiación externa.

Para asegurar la eficacia del encaje probablemente habría que haberlo endurecido más, y el coste que ello hubiera supuesto en términos de afluencia inversora desincentivada probablemente habría sido excesivo para el Banco Central. Esta

64 Parece ser que habría ejemplos a principios de los 2000 de medidas de endurecimiento de encaje que generan una fuerte contestación en el sector bancario, lo que coincide con iniciativas parlamentarias para reprobando la actuación del Banco y sustituir a alguno de los miembros de su directorio. Estas iniciativas no habrían prosperado precisamente por la dificultad de recabar el apoyo parlamentario suficiente.

actitud prudente contrasta con la decisión mostrada al regular los flujos dirigidos hacia títulos de esterilización. Probablemente este segundo fenómeno se considerase en su momento mucho más amenazador a corto plazo para la estabilidad de la política monetaria y el tipo de cambio, y también sería probablemente menor el coste asociado a su eliminación drástica, pues nunca había constituido anteriormente una fuente estable de recursos externos, sino solamente una vía por la que recibir capitales de muy corto plazo en grandes cantidades que solo creaban problemas. Ello puede explicar lo expeditivo de las medidas adoptadas respecto a estos flujos hacia el Banco Central, en claro contraste con la timidez del encaje bancario, que se habría modulado de forma tan suave que, de acuerdo al presente diagnóstico, probablemente no habría sido eficaz.

La SBS tiene una implicación en la regulación de flujos de capital claramente menor que el Banco Central. Una primera explicación puede ser que su mandato es distinto, teniendo como objetivo primordial preservar los intereses de los depositantes, asegurados y afiliados a los Fondos privados de pensiones, tratando de garantizar la estabilidad, la solvencia y la transparencia de los sistemas supervisados.⁶⁵ Esto tiene implicaciones prácticas. Por ejemplo, como señalan las personas entrevistadas, el comercio de derivados puede utilizarse para cubrir el riesgo de cambio y en ese sentido puede ser una práctica deseable microprudencialmente, pero al mismo tiempo puede generar efectos agregados indeseables si su dimensión es excesiva. Por lo tanto, el diagnóstico que se haga de la cuestión desde el punto de vista de la SBS, basado en un enfoque microprudencial, pudiera ser distinto al que haga el Banco Central cuyo foco de atención es la estabilidad del sistema en su conjunto.

Las personas entrevistadas apuntan otro factor que puede ayudar a explicar la relativa parsimonia reguladora de la SBS, y es el tratar de lograr una cierta estabilidad en la regulación, porque los cambios en la regulación microprudencial exigen adaptaciones a los agentes, y se quiere dejar tiempo para que asuman e interioricen unas determinadas modificaciones antes de añadir otras nuevas. El Banco Central, se argumenta, modifica la regulación de forma ágil para responder a la coyuntura, mientras que desde la SBS el objetivo sería crear un entorno estable de regulación que sirva de referencia a los agentes e incentive la planificación a medio y largo plazo.

El Gobierno es con diferencia el actor menos presente en todo el ámbito de la regulación de flujos de capital, lo cual es muy llamativo pues es el máximo responsable político de la política pública con respecto a la inversión entrante. Una conjetura recogida durante las entrevistas sugeriría que el sector bancario logra con mayor

65 Véase la web de la SBS en <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/acerca-de-la-sbs/4/c-4>

facilidad influir en la agenda del Ministerio de Economía que en la del Banco Central, que no solo es un actor de por sí más respetado sino que tiene un margen de maniobra más protegido por la ley que el propio Gobierno. De ser esto cierto, la imagen de apertura económica que se desea transmitir, a la que se alude usualmente para justificar la exclusión de los impuestos como una medida posible de regulación, quizá no estaría destinada tanto a los inversores extranjeros sino más bien a los bancos domésticos que son de hecho los principales beneficiarios directos de la entrada de inversión y quienes más perjuicio económico podrían sufrir, en el corto plazo, por causa de la regulación de flujos de capital.

Otro factor que puede contribuir a explicar el papel del Gobierno es la ausencia de debate respecto a esta cuestión en los ámbitos económico y académico. En cuanto a los sectores económicos, en Perú no hay exportadores que se vean penalizados por la apreciación cambiaria y que por lo tanto puedan apoyar una regulación que mitigue la afluencia inversora. Desde el ámbito académico tampoco hay una discusión activa en este sentido, pues no parece haber ni dentro ni fuera de Perú una reflexión sobre si la regulación que aplica Perú, fuertemente basada en el encaje bancario, es la mejor forma de afrontar los retos que supone para el país la inversión entrante.

El hecho de que no exista controversia viva respecto a la regulación en los ámbitos mencionados de la sociedad peruana evidentemente resta incentivos al Gobierno y al Parlamento para implicarse en esta cuestión, lo que ayuda a entender que aparentemente no haya tampoco debate político en Perú al respecto. En este sentido cabe destacar también que la ausencia de una historia reciente de crisis financieras y cambiarias probablemente ha facilitado que la regulación de flujos de capital se visualice en Perú como una cuestión de apariencia meramente técnica que atañe a los gestores de la política monetaria, pero que no requiere de una particular atención desde el ámbito político.

Sea por el motivo que sea, el hecho es que un ámbito de la política económica tan relevante como el que atañe a la inversión extranjera entrante parece estar excluido del debate en la sociedad peruana. Y quizá como causa y consecuencia de ello simultáneamente, el Gobierno no parece entender que le corresponda jugar ningún rol en esta cuestión.

6.7. Reflexiones finales

La dolarización determina en gran medida las vulnerabilidades de Perú ante los flujos

entrantes de capital. Los bancos domésticos constituyen el centro de los problemas monetarios y macroprudenciales que los flujos contribuyen a exacerbar, lo que les sitúa como objetivo primordial de la regulación de los flujos de capital. Dicha regulación descansa en un entramado que por motivos históricos e institucionales tiene al Banco Central como el actor más activo, con mucha diferencia, en la minimización de riesgos macroprudenciales.

A partir del análisis realizado la conclusión parece ser que la regulación de flujos de capitales en Perú entre 2007 y 2013 posiblemente no ha logrado afectar de forma importante a la inversión entrante, cuyo comportamiento puede explicarse bastante bien observando un indicador desconectado de la regulación de flujos de capital peruana como es la aversión al riesgo de los inversores en los mercados internacionales, un factor impulsor común de la inversión a todas las economías emergentes.

Probablemente la regulación en términos generales habría sido demasiado tímida, algo aplicable en particular a su componente más visible como es el encaje bancario sobre los pasivos exteriores de los bancos. En este sentido, parece que el Banco Central se habría mostrado -de forma hasta cierto punto comprensible- muy cauto al aplicar esta política, pues asegurar el objetivo de la mitigación de riesgos podría haber supuesto un fuerte desincentivo a un tipo de inversión externa, la bancaria, que es de gran importancia para el país pues constituye la principal y casi única fuente externa de recursos privados al margen de la IED.

Al diferencia de la regulación de precios en forma de encaje, las medidas administrativas más restrictivas tomadas en 2010 para detener los flujos de deuda de corto plazo hacia el Banco Central se habrían mostrado completamente eficaces en primera instancia pero habrían sido sorteadas al redirigirse la inversión hacia otros canales regulados con menor intensidad y que habrían constituido el germen de nuevos problemas monetarios y macroprudenciales ante los que la regulación no habría sabido adaptarse adecuadamente. En este sentido, hay indicios de que habría sido el fin de la presión inversora, tanto en 2008 como sobre todo en 2013, lo que habría permitido que los problemas incipientes y riesgos acumulados no alcanzaran una magnitud realmente preocupante.

En cuanto a las causas inmediatas de la limitada eficacia detectada, destaca la tímida implicación de la SBS, pero por encima de todo la casi total inacción del Ministerio de Economía y el Gobierno, tanto por lo que respecta a la utilización de los impuestos, prácticamente descartados a priori del conjunto de medidas posibles, como por su nula

aportación en la coordinación de la respuesta reguladora de Perú. Así, aunque impuestos y regulación prudencial bancaria son de hecho piezas de la regulación de flujos de capital analizada, no pueden considerarse parte de una política pública consistente de regulación de la inversión internacional en la medida en que el fenómeno de los flujos entrantes no parece haberse tenido en cuenta en su diseño.

Quizá el hecho más sintomático del caso analizado es que el Banco Central, actor que más interés muestra por los problemas macroprudenciales, no cuenta para afrontarlos con el apoyo explícito y decidido ni del regulador y supervisor bancario ni, especialmente, del Gobierno como primer responsable político de la gestión macroeconómica. Todos los actores institucionales parecen de hecho asumir que la regulación de inversión entrante no es en absoluto competencia del Gobierno y sí lo es en cambio, y totalmente, del Banco Central. La legitimidad y el margen de maniobra legal del que goza el Banco, junto con la actitud muy refractaria que muestran todas las instituciones a la gestión activa de la inversión extranjera desde el poder político, en especial con herramientas impositivas, contribuyen a explicar esta desigual implicación institucional.

El escaso protagonismo que juega el Gobierno de Perú en esta materia no parece fruto de la coyuntura, en la medida en que se perciben fuertes y bien asentadas reticencias a que dicho protagonismo se incremente. Más bien parece derivar de una visión relativamente asentada en el país, según la cual cualquier medida, por restrictiva que sea, cercana a la política monetaria del Banco Central es entendida como razonable y necesaria, mientras la implicación del Ministerio de Economía en el ámbito de la regulación de flujos de capital sería observada con suspicacia cuando no con franca desconfianza. Este punto de vista no parece ser cuestionado desde ningún ámbito, en la medida en que no se aprecia debate alguno al respecto entre sectores económicos, en la academia o en el ámbito político. La ausencia de debate supone quizá el obstáculo más destacable para que el marco regulador de Perú incremente su capacidad de incidencia sobre la inversión entrante.

Los diagnósticos más extendidos de la regulación aplicada por Perú, aunque no tengan exactamente el mismo objeto de estudio que el presente análisis, constatan que no ha habido que lamentar daños financieros tras la época de fuertes y volátiles flujos entrantes entre 2007 y 2013, de lo que se deduciría que el marco regulador peruano habría sido el adecuado. El diagnóstico que se defiende aquí es que dicho marco se muestra vulnerable y, adicionalmente, que fruto de la valoración positiva que se ha hecho de él no parece haber debate en Perú respecto a cómo mejorarlo. En el futuro, si se producen auges inversores intensos, Perú estará probablemente expuesto

a problemas monetarios y riesgos macroprudenciales relevantes, a no ser que su reacción reguladora sea más decidida de lo que ha sido en el periodo analizado.

CAPÍTULO 7. ESTUDIO DE CASO: ISLANDIA

7.1. Contexto económico

Islandia se independiza de Dinamarca en 1944 e inicia, a partir de una estructura social y económica casi feudal (Ólafsson, 2011a; Wade y Sigurgeirsdottir, 2012), una senda de crecimiento económico irregular pero suficientemente intenso (tabla 7.1) como para situarse ya en 1980 como la décima economía del mundo en renta per cápita (World Bank, n.d.), gracias sobre todo al auge del sector pesquero, que aún a finales de los noventa supone el 8% del PIB (Statistics Iceland, n.d.).

Tabla 7.1. Islandia (1960-2013): indicadores macroeconómicos

	1960-1983	1984-1995	1996-2008	2009-2013
PIB real (% crecimiento promedio anual)	5,07	1,85	4,68	0,92
Cuenta financiera neta (flujo promedio anual en % PIB)*	5,01	2,25	14,35	0,88
Índice de Precios de Consumo (% crecimiento promedio anual)	26,57	13,32	4,71	4,61

Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Mundial, Eurostat y Statistics Iceland (véase el anexo II para más detalles). (* Datos de la cuenta financiera disponibles solamente desde 1980)

El país llega a los años noventa como una economía de mercado con fuerte intervención del sector público y políticamente muy estable, gracias a que el Partido de la Independencia, de ideología conservadora, participa en todos los Gobiernos del país entre 1944 y 2009. Este hecho, junto a la potente actividad sindical, contribuye a asentar unas sólidas políticas sociales que conforman un estado de bienestar homologable al del resto de países nórdicos europeos, lo que ayuda a que Islandia se sitúe ya desde los años 70 entre los diez primeros países del mundo según el Indicador de Salud del United Nations Development Programme (n.d.).

A mediados de los noventa Islandia se embarca en un ambicioso programa de liberalización económica interna y privatización de empresas públicas (Wade y Sigurgeirsdottir, 2010, pp. 12–13). Cuando concluye la privatización completa de su sector bancario, que se lleva a cabo entre 1998 y 2003, el proyecto económico del país se sustenta, además de en la pesca, sobre dos nuevos ejes: la energía geotérmica e hidroeléctrica y la conversión del país en un centro financiero internacional (Wade y Sigurgeirsdottir, 2010, p. 13).

Los grandes proyectos de inversión en infraestructuras energéticas y de tratamiento del aluminio que se inician en 2003, junto con una cada vez más laxa política impositiva, suponen el inicio de un auge inversor externo que se acelera progresivamente con los bancos domésticos como grandes protagonistas. Se produce un fuerte crecimiento económico al mismo tiempo que se acumulan importantes riesgos en los balances de bancos, empresas y hogares, además de burbujas tanto en la bolsa como en el mercado de vivienda. En octubre de 2008 los tres principales bancos islandeses quiebran al no poder refinanciar sus pasivos en divisas, lo que provoca una profunda crisis económica cuyos efectos aún se dejan notar en 2015.

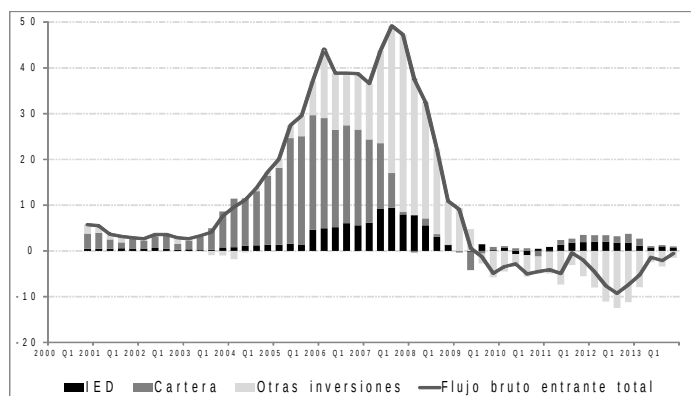
Este estudio de caso se centra en la experiencia islandesa con los flujos de capital entre 2003 y 2014. Se describen en primer lugar los riesgos que se acumulan en la economía islandesa entre 2003 y 2008, consecuencia al menos en parte de los intensos flujos brutos entrantes y de la ausencia de una regulación preventiva adecuada. También se analizan el alcance y las limitaciones de la regulación reactiva de flujos de capital que Islandia introduce justo después de la quiebra de su sector bancario.

7.2. Flujos de capitales hacia Islandia entre 2003 y 2013

7.2.1. Descripción de los flujos entrantes de inversión entre 2003 y 2013

Entre 1980 y 2002 la inversión extranjera en Islandia es tranquila y relativamente estable, con un flujo neto entrante que solamente en cinco años supera el 5% del PIB, y que presenta un promedio anual del 3,5% del PIB en todo el periodo (European Commission, 2015; Statistics Iceland, n.d.). A partir de 2003 el contexto cambia por completo, iniciándose un auge inversor que hace crecer el flujo entrante neto anual hasta el 73% del PIB en 2008. Los flujos brutos de entrada son igualmente impresionantes, superando el 35% del PIB anual en diez trimestres consecutivos entre 2005 y 2008 (gráfico 7.1).

Gráfico 7.1. Islandia (2000-2013): flujos brutos entrantes (% del PIB anual, datos en promedios móviles de cuatro trimestres)



Fuente: elaboración propia. Datos del *Central Bank of Iceland* (véase el anexo II para más detalles)

Tabla 7.2. Islandia (2003-2013): flujos brutos de entrada trimestrales (promedio de cada periodo en % del PIB anual)

	2003 Q1 - 2008 Q4	2009 Q1 - 2013 Q4
1. Flujo total	26,50%	-3,88%
2. IED	3,59%	1,02%
2.1. IED acciones	2,11%	-0,09%
2.2. IED deuda	1,48%	1,10%
3. Inversión de cartera	11,61%	0,65%
3.1. Cartera-acciones	-0,02%	-0,03%
3.2. Cartera-deuda corto plazo	0,48%	-0,37%
3.3. Cartera-deuda largo plazo	11,15%	1,05%
4. Otras inversiones	11,30%	-5,55%
4.1. Otr inv. (moneda y depósitos)	3,82%	-2,25%
4.2. Otr inv. (préstamos)	7,45%	-3,48%
5. Errores y omisiones de la Balanza de Pagos	-2,61%	3,30%

Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Islandia (CBI) (véase el anexo II para más detalles)

A lo largo del periodo 2003-2008, cuando la fuerte afluencia de capitales impulsa la burbuja bancaria, las partidas de inversión de cartera y otras inversiones presentan flujos brutos de entrada trimestrales similares en promedio, entre el 11% y el 12% del PIB anual (tabla 7.2), si bien hasta 2006 la partida más dinámica es la inversión de cartera en títulos de deuda, mientras que a partir de 2007 domina la partida de otras inversiones. La inversión directa tiene un papel menor, con un flujo promedio trimestral

cercano al 3,5% del PIB anual.

Entre 2009 y 2013, ya después del colapso bancario, cambia completamente el perfil de la inversión entrante hacia Islandia (tabla 7.2). El flujo bruto total entrante tiene un valor trimestral promedio negativo, de casi el -4% del PIB anual, y las distintas partidas alcanzan valores muy inferiores en volumen a las del periodo anterior. La estricta regulación cambiaria que Islandia aplica a partir de octubre de 2008 explica en gran parte este comportamiento, pues al impedir por completo cualquier desinversión de activos denominados en coronas islandesas (en lo sucesivo ISK por su identificador estándar internacional), tanto por parte de residentes como de no residentes, las nuevas llegadas de inversión están también fuertemente desincentivadas.⁶⁶ De todas formas, no conviene olvidar la importancia de la partida de errores y omisiones, en promedio superior a la suma de las entradas brutas de IED e inversión de cartera entre 2009 y 2013, un hecho que obliga a una gran cautela al analizar los datos de este periodo.

7.2.2. Vías de entrada para la inversión extranjera

El análisis se centra en los flujos brutos distintos a la IED durante el periodo de auge inversor entre 2003 y 2008. La primera vía disponible para el inversor extranjero es la adquisición de moneda islandesa con la que invertir en títulos domésticos (figura 7.1). Una opción muy atractiva en este sentido es la deuda pública en moneda doméstica, pero también llegan importantes flujos a los fondos de pensiones islandeses, que acumulan en septiembre de 2008 la mayor parte de los pasivos exteriores del país que no pertenecen al sector bancario (Sighvatsson et al., 2011, p. 9).⁶⁷

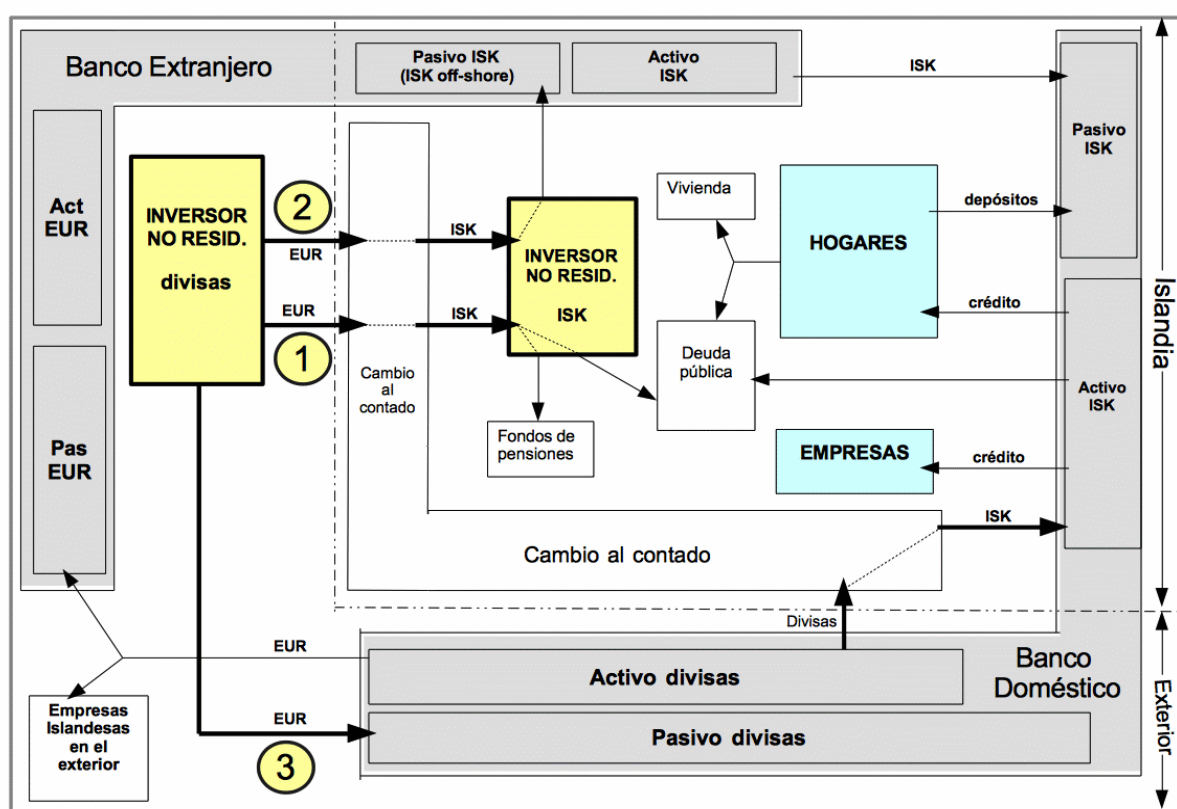
Es destacable que los bancos domésticos apenas reciben financiación externa por esta vía (Sighvatsson et al., 2011, p. 13), a pesar de que son los principales protagonistas del mercado bursátil al proporcionar el 60% del total de títulos negociables cuando este mercado alcanza su máximo auge en julio de 2007 (Central Bank of Iceland, 2010b, p. 37). Para los bancos, el mercado doméstico de títulos es principalmente un lugar para captar ahorro islandés y no extranjero.

66 Los flujos brutos de entrada a partir de 2009 responderían bien a transacciones conectadas con operaciones corrientes -que no están restringidas por la regulación cambiaria- o bien a pequeñas operaciones de desinversión permitidas por el Banco Central de Islandia (en lo sucesivo *Central Bank of Iceland* o CBI) en el marco de la estrategia de liberalización de la regulación de flujos de capital, un aspecto que se comentará en el epígrafe 7.6.

67 El bono del Tesoro islandés a 10 años se cotiza entre 2003 y 2008 con rentabilidades de entre el 7% y el 10%, cuando los bonos de similares características de Francia, Alemania o el Reino Unido ofrecen rentabilidades de entre el 3% y el 5% (Thomson Reuters, n.d.).

La segunda vía de inversión disponible para los extranjeros supone adquirir moneda islandesa en el mercado cambiario para luego adquirir con ella un título de renta fija denominado en ISK y emitido por un banco no islandés, título al que se alude usualmente en la literatura como eurobono en ISK (Ólafsson, 2005, p. 61), o *Glacier Bond*.⁶⁸

Figura 7.1. Islandia: vías de entrada de inversión y conexión con circuitos financieros domésticos



Fuente: elaboración propia

El banco emisor del eurobono, mediante contratos derivados de permuta de divisas (*cross-currency swaps*), traslada la financiación en ISK que recibe del inversor hasta

⁶⁸ El término "eurobono" alude a cualquier activo de deuda denominado en una divisa pero emitido por una entidad que no está radicada en el territorio en el que esa divisa es la moneda oficial. La emisión de este tipo de activos por parte de una entidad debe contar con la autorización del país en el que la divisa de denominación es moneda oficial (Ólafsson, 2005, pp. 55–59). En el caso de Islandia esta opción aparece a partir de agosto de 2005 (Ólafsson, 2005, p. 61), y entre las principales entidades bancarias que habrían emitido este tipo de títulos se encontrarían Rabobank Holland, Deutsche Bank, German Investment Bank KfW, EIB, ADB, IBRD y Rentenbank (Viterbo, 2011, n. 7). Existe también en la literatura el término *ISK off-shore*, que estrictamente aludiría a cualquier activo denominado en ISK y emitido por una institución financiera no islandesa, ya sean bonos como los *Glacier Bonds* o depósitos.

un banco islandés, a cambio de financiación en divisas (Ólafsson, 2005, pp. 64–65). El banco islandés es el último eslabón de esta cadena de agentes, y es quien finalmente invierte las ISK recibidas en títulos domésticos.

El objetivo del banco extranjero que emite el eurobono es lograr la financiación a buen precio en divisas que le ofrece el banco islandés (Ólafsson, 2005, pp. 66–67). El banco islandés, por su parte, busca del banco extranjero una financiación en ISK más ventajosa que la disponible en el mercado doméstico islandés donde impera una estricta política monetaria. Por último, el tenedor del eurobono logra una rentabilidad inferior a la de los títulos domésticos en ISK, pero adquiere un activo emitido por un banco internacional, a quien quizá considere una contraparte más fiable que un emisor islandés, asumiendo en exclusiva el riesgo de cambio de la operación. Este esquema se sostiene por el elevado diferencial de tipos de interés entre Islandia y el exterior que permite ganancias a todos los actores implicados.

La tercera vía de inversión hacia Islandia es con gran diferencia la más relevante y consiste en la financiación directa en divisas a los bancos islandeses, ya sea mediante la adquisición de los títulos de deuda emitidos por los bancos, la concesión de préstamos o la adquisición de depósitos en divisas ofrecidos por las ramas de los bancos islandeses que operan en el exterior. Una parte de la financiación que los bancos captan en divisas forma parte en realidad del esquema de financiación de doble dirección que se ha descrito en la segunda vía de inversión, la que surge de la emisión de eurobonos en ISK por parte de un banco extranjero.

Es relevante considerar también el papel de los actores islandeses no financieros en relación con las vías de entrada de inversión mencionadas. Gran parte de la financiación en divisas que captan los bancos islandeses se invierte en su propia expansión internacional mediante la adquisición de entidades financieras fuera de Islandia, y también en la financiación de la expansión exterior de empresas no financieras domésticas (Sighvatsson et al., 2011, pp. 3,10–12). Es decir, gran parte de los flujos brutos de entrada recibidos por los bancos son reemitidos hacia el exterior como flujos brutos de salida, bien por los propios bancos o bien por las empresas domésticas a los que éstos financian. El resto de la inversión captada en el exterior es introducida en Islandia previo paso por el mercado cambiario para proporcionar financiación en ISK tanto a empresas como a hogares, en este último caso en forma de préstamos principalmente hipotecarios.

7.3. Riesgos y problemas que los flujos entrantes crean durante la burbuja

7.3.1. Sobre calentamiento de la economía, riesgos de balance y burbujas de precios

En Islandia, durante el periodo entre 2003 y 2008, se generan muchos de los problemas y riesgos que los intensos flujos entrantes de capital pueden provocar en la economía receptora en los ámbitos monetario, macroprudencial y de tipo de cambio (International Monetary Fund, 2012b, p. 17). En primer lugar, hay un problema de sobre calentamiento, con el PIB real creciendo a un ritmo promedio anual del 5,82% (World Bank, n.d.). La expansión del crédito doméstico sostiene una demanda interna dominada por el consumo y la inversión en grandes proyectos del sector energético y del aluminio (International Monetary Fund, 2012c, p. 4). La fuerte demanda interna y el tipo de cambio apreciado por los intensos flujos de capital entrantes que compran moneda doméstica contribuyen a un déficit corriente promedio del 15% del PIB entre 2003 y 2008 (Central Bank of Iceland, n.d.).

Los riesgos macroprudenciales que se acumulan son enormes y todos ellos llegan a través de los tres principales bancos del país, Landsbanki, Glitnir y Kaupthing, que monopolizan la inversión entrante hasta acumular en septiembre de 2008 el 93% de los pasivos exteriores privados de la economía (Sighvatsson et al., 2011, p. 9). Estas entidades crecen de forma muy acelerada e incrementan su volumen nominal de activos en euros (en lo sucesivo EUR por su identificador estándar internacional) a un ritmo superior al 50% cada año entre 2004 y 2008 (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 10–11), con lo que el balance agregado de los tres bancos en cuanto a volumen de activos equivale a 8,65 veces el PIB en agosto de 2008, cuando en 2003 suponía tan solo 1,54 veces el PIB. Este crecimiento viene acompañado por la acumulación en sus balances de riesgos enormes de liquidez, cambio, crédito y mercado.

En primer lugar los bancos asumen un riesgo de liquidez muy grande. Su expansión tiene lugar básicamente en el exterior (Jännäri, 2009, pp. 13–21), mediante la adquisición de entidades financieras extranjeras a partir de financiación en divisas (Benediktsdottir et al., 2011, p. 13), con lo que pocos meses antes del colapso bancario de 2008 las obligaciones de los bancos en moneda extranjera son enormes, más de siete veces el PIB de 2008, y constituyen el 85% del pasivo total de los bancos (Buiter y Sibert, 2008, pp. 4–5). En caso de problemas para refinanciar estos pasivos las probabilidades de que el Banco Central de Islandia (en lo sucesivo *Central Bank of Iceland* o CBI) pueda ejercer con eficacia su rol de prestamista de último recurso son prácticamente nulas -tal y como se pondrá de manifiesto en octubre de 2008-, pues las

reservas del país en 2008 se sitúan en torno al 30% del PIB (Central Bank of Iceland, 2010b, p. 8), un volumen insignificante dada la dimensión de los pasivos a respaldar (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 13,30–34; Buiter y Sibert, 2008, p. 7; Danielsson y Zoega, 2009, p. 5; Flannery, 2009, p. 103).

En segundo lugar, los bancos asumen un importante riesgo cambiario desde el momento en que parte de la financiación captada en divisas es transformada en moneda nacional para reciclarla financiando a hogares y empresas domésticas. Si en 2008 el pasivo en divisas alcanza el 85% del total, solo el 79% del activo está denominado en moneda extranjera (Buiter y Sibert, 2008, pp. 4–5). Este descuadre en el balance implica que una depreciación de la moneda doméstica incrementaría sus pasivos en mayor medida que sus activos, lo que podría comprometer su solvencia.

En tercer lugar, hay también un riesgo de crédito muy relevante para los bancos derivado de la financiación que conceden a empresas islandesas, tanto en divisas para su expansión exterior como en moneda local para la inversión doméstica, así como a los hogares en forma de préstamos hipotecarios, siendo bastante dudosa la calidad de muchos de estos activos de crédito. Por una parte, la expansión tan rápida de la cartera crediticia que acompaña un crecimiento del balance tan acelerado inevitablemente implica cierta relajación en los estándares de concesión de préstamos, pero además hay documentadas prácticas claramente incorrectas e imprudentes al conceder financiación a importantes accionistas de la propia entidad o empresas relacionadas, familiares, amigos y representantes políticos afines (Benediktsdottir et al., 2011, p. 13,16; Flannery, 2009, p. 102; Jännäri, 2009, pp. 27–31).

En cuarto y último lugar, los bancos asumen un importante riesgo de mercado por el fenómeno de propiedad cruzada, es decir, el hecho de que cada banco tiene en su activo cantidades notables de títulos de propiedad de los otros (Jännäri, 2009, pp. 27–31). La bolsa islandesa experimenta entre 2003 y 2007 una importante burbuja, con los precios de los títulos incrementándose a un ritmo anual promedio del 43,7% (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 3–4). En este contexto se incrementan las probabilidades de un rebote brusco en los precios de cualquiera de las entidades bancarias, lo que afectaría negativamente al valor del activo de las otras.

El riesgo de mercado para los tres bancos por propiedad cruzada es solo uno de los síntomas de la fuerte interconexión existente entre ellos. Es habitual la financiación ofrecida por el banco A para la compra de acciones del banco B por parte de los propietarios o clientes afines tanto de A como de B (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 40–41; Jännäri, 2009, p. 31). Por último, hay clientes muy relevantes que se cuentan

entre los principales prestatarios de más de un banco simultáneamente (Jännäri, 2009, pp. 27–31). Con semejante conexión entre los tres bancos, cualquier problema de solvencia de uno de ellos pone en peligro a los demás, con lo que en definitiva la vulnerabilidad del sistema financiero islandés en conjunto es en realidad muy superior a lo que sugerirían los riesgos que corren los tres bancos individualmente (Benediktsdottir et al., 2011, p. 18).

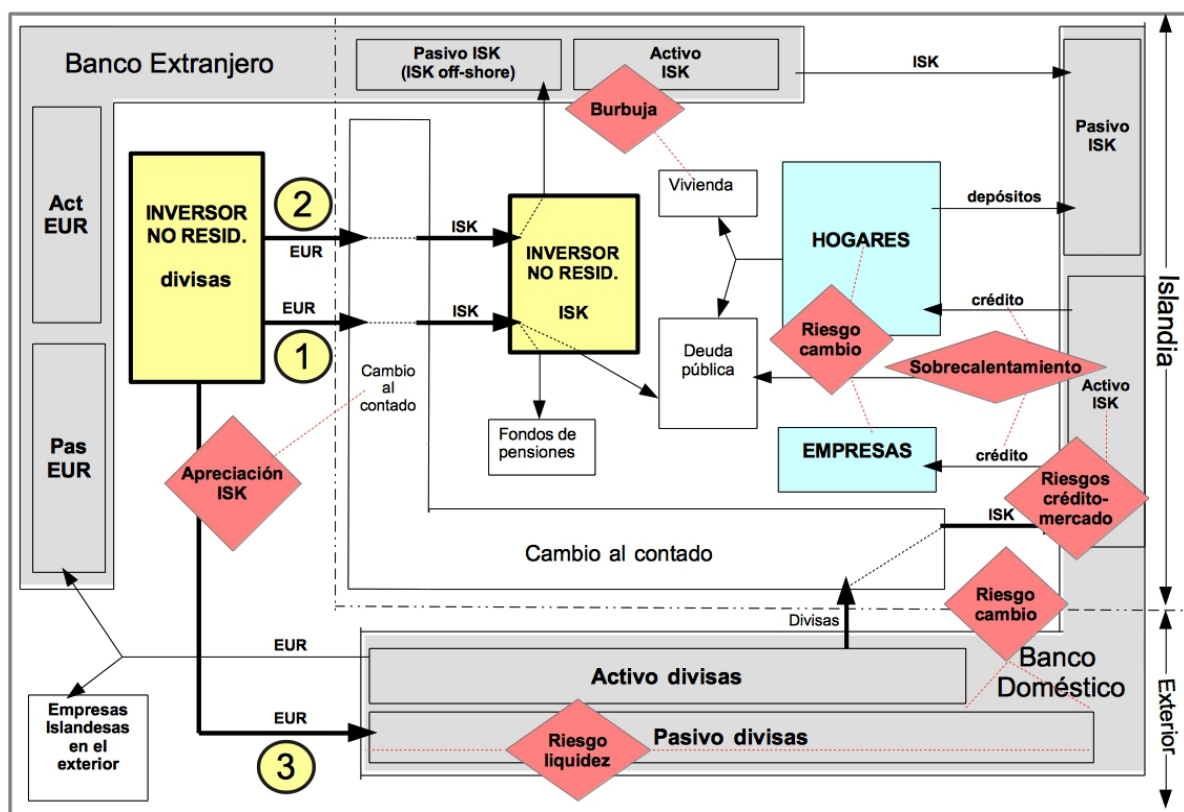
También hay riesgos notables en los balances de hogares y empresas. La abundancia del crédito permite el sobreendeudamiento, y a principios de 2008 la deuda alcanza el 100% del PIB para los hogares y el 300% del PIB para las empresas (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 22–23). El préstamo a los hogares es en gran parte inmobiliario, lo que facilita la aparición de una burbuja en un mercado de la vivienda que experimenta un crecimiento de precios a un ritmo promedio anual del 17% entre 2003 y 2007 (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 3–4).

Los prestatarios domésticos, además de estar están fuertemente endeudados, tienen balances muy vulnerables (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 22–23). El 80% del crédito en ISK a hogares está indexado al comportamiento de los precios, con lo que un repunte agudo de la inflación puede disminuir fuertemente su capacidad de pago. Por otra parte, el 70% del crédito en ISK a empresas y el 13% del crédito a hogares está indexado al tipo de cambio, con lo que una depreciación de la ISK incrementará los pasivos pero no así los ingresos, normalmente en moneda doméstica. Desde el punto de vista del banco, el préstamo que se otorga indexado al tipo de cambio elimina su riesgo por descuadre cambiario en el balance, pero únicamente para sustituirlo por una contribución nueva al riesgo de crédito, derivada del riesgo de cambio que ahora asume el prestatario.

La depreciación cambiaria constituye, por lo tanto, una amenaza especialmente relevante para muchísimos prestatarios, pues incrementa la posibilidad de impago en los créditos ligados al tipo de cambio y también en aquellos asociados al comportamiento de los precios, ya que la depreciación puede potencialmente provocar un repunte inflacionario por el encarecimiento de las importaciones. En la medida en que la depreciación amenaza la solvencia de los prestatarios, hace lo mismo con la de sus prestamistas, que son los bancos. Hay que tener en cuenta, además, que el riesgo de depreciación en Islandia entre 2003 y 2008 es considerable en la medida en que el tipo de cambio está sostenido por el fuerte influjo inversor que entra en Islandia comprando moneda nacional (International Monetary Fund, 2012c, p. 4), pequeño en el total de los flujos entrantes pero muy relevante para el tamaño de la economía.

Los flujos entrantes de capital entre 2003 y 2008 están en el origen de muchos de los riesgos mencionados (figura 7.2). El crecimiento acelerado de los balances bancarios gracias a la financiación captada en divisas es responsable del incremento del riesgo de liquidez, pues supone la asunción de compromisos de pago en divisas para cuyo cumplimiento no es posible contar con la eventual ayuda del CBI. La parte de esta financiación que se introduce en Islandia origina el riesgo de cambio para los bancos y el crédito doméstico otorgado, que crece de forma muy acelerada, origina tanto el sobrecalentamiento de la economía como el riesgo de crédito para los bancos, derivado en parte del riesgo de cambio que asumen los prestatarios con crédito indexado a los precios o al tipo de cambio.

Figura 7.2. Islandia: vías de entrada para la inversión. Problemas y riesgos generados



Fuente: elaboración propia

Finalmente es el riesgo de liquidez el que acaba materializándose y desencadena el colapso financiero de Islandia. La caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 extiende la desconfianza en los mercados internacionales y en el mes de octubre los

tres principales bancos islandeses son incapaces de refinanciar sus pasivos en divisas en los mercados mayoristas de deuda (Flannery, 2009, p. 104). El colapso de Landsbanki, Glitnir y Kaupthing supone la quiebra del 97% del sector bancario de Islandia por volumen de activos (Central Bank of Iceland, 2010b, p. 19).⁶⁹

7.3.2. La actuación de los bancos durante el periodo 2003-2008

Los bancos islandeses comienzan a acumular riesgos notables desde 2003, cuando empiezan a crecer colocando bonos en EUR con rentabilidades atractivas en los mercados europeos (Benediktsdottir et al., 2011, p. 11; Flannery, 2009, p. 99; Sighvatsson et al., 2011, pp. 10–11), algo que consiguen gracias a su buena calificación crediticia como emisores -en parte porque se supone que están respaldados por el Estado- y a que se rigen por el marco regulador imperante en la Unión Europea, percibido como muy fiable (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 12–13).

En febrero y marzo de 2006 distintos informes de Fitch, JP Morgan y Merrill Lynch señalan algunos motivos de preocupación (Flannery, 2009, pp. 97–98): riesgo de liquidez por la abundante financiación externa en divisas y la limitada capacidad del CBI de actuar como prestamista de último recurso, riesgo de mercado por propiedad cruzada, riesgo de crédito por préstamos a entidades relacionadas con los propios bancos y, por último, algunas dudas respecto a la concentración del crédito por sectores y prestatarios. El IMF se suma a estas advertencias (International Monetary Fund, 2006, p. 24), si bien de forma extraordinariamente matizada, mientras que el banco danés Dankse Bank (2006, p. 1) es muy pesimista respecto a Islandia y señala la *“impresionante expansión de la deuda, el apalancamiento y la asunción de riesgos que no tiene apenas precedentes en ningún lugar del mundo”*.

Para Baldursson y Portes (2008) los avisos mencionados son eficaces y los bancos se esfuerzan por subsanar sus debilidades, una tesis que suscriben tanto el CBI (2008a, p. 4) como el IMF cuando afirma en 2007 que *“los bancos tomaron importantes medidas el pasado año para reducir su vulnerabilidad e incrementar su resiliencia”*, según consta en el informe de su *Independent Evaluation Office* (2011, p. 17). Muchos analistas comparten también esta visión, pues la valoración de la deuda de los bancos islandeses empeora un poco a principios de 2006 pero se recupera posteriormente

⁶⁹ La caída del sector se produce de forma escalonada aunque con mucha rapidez. El 29 de septiembre el Gobierno anuncia que se convierte en accionista mayoritario de Glitnir tras inyectar 600 millones de EUR a la entidad, y a partir de ahí los acontecimientos se precipitan hasta que el 9 de octubre los tres bancos están intervenidos por el supervisor bancario. Véase el informe del CBI (Central Bank of Iceland, 2010b, pp. 32–33), así como los trabajos de Danielsson y Zoega (2009, pp. 14–17) y Zoega (2008a) para un breve relato del colapso bancario islandés. Véase el informe de Jännäri (2009, pp. 16–22) y sobre todo el de Benediktsdottir et al. (2010a, pp. 78–88) para relatos más pormenorizados.

(Gudmundsson, 2011a), e incluso después del colapso bancario hay autores que siguen defendiendo que los bancos trataron a partir de 2006 de subsanar sus debilidades (Herbertsson, 2008, pp. 3–4).

Ya antes del colapso se publican numerosos trabajos que ofrecen un diagnóstico mucho más negativo tanto de los bancos islandeses como de las perspectivas de la economía del país (Alibert, 2008; Buitier y Sibert, 2008; Gylfason, 2008; International Monetary Fund, 2008a; The Economist, 2008; Wade, 2008a, 2008b; Zoega, 2008b). Esta valoración negativa del sector bancario es completamente certera, como demuestran tras la quiebra de octubre de 2008 los trabajos de Jännäri (2009), Benediktsdottir *et al.* (2011, 2010a, 2010b) y Flannery (2009).⁷⁰

Cuando las advertencias de los analistas en 2006 respecto al riesgo de liquidez dificultan la colocación de deuda en los mercados europeos, los bancos islandeses simplemente trasladan la misma estrategia al mercado estadounidense. Posteriormente, cuando también esta vía se agota, los bancos tratan de captar depósitos en divisas del exterior y solicitar préstamos a través del Eurosistema, dos fuentes accesibles gracias al pasaporte europeo del que gozan los bancos de Islandia por ser este país miembro del Espacio Económico Europeo (EEE) (Benediktsdottir *et al.*, 2011, p. 12; Flannery, 2009, pp. 99–101; Jännäri, 2009, p. 17; Sighvatsson *et al.*, 2011, pp. 10–11).⁷¹

La captación de depósitos en divisas, por ejemplo a través de las cuentas de ahorro por internet *Icesave*, reporta a los bancos alrededor de 2900 millones de EUR y 4800 millones de libras hasta 2008 (Jännäri, 2009, p. 17). Ahora bien, el agresivo marketing utilizado para atraer a los ahorradores y las rentabilidades ofrecidas por estos depósitos, claramente por encima de las que en ese momento se encuentran en el mercado (Jännäri, 2009, p. 17), implican que esta vía de financiación atrae dinero tan “caliente” o más que el captado anteriormente mediante la emisión de títulos de deuda, lo que no mejora en nada la situación en cuanto al riesgo de liquidez (Flannery, 2009, pp. 100–101).

70 En diciembre de 2008 y a instancias del Parlamento de Islandia se constituye la *Special Investigation Commission* (SIC) para “investigar y analizar los procesos que conducen al colapso de los tres principales bancos en Islandia”, según consta en su sitio web (<http://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/english/>). El extenso y minucioso informe de la SIC constituye la fuente de información más interesante y clarificadora sobre la actuación de los bancos y las autoridades públicas islandesas durante la burbuja financiera. Los trabajos de Benediktsdottir *et al.* (2010a, 2010b) y Flannery (2009) son las únicas partes del informe final de la Comisión disponibles en inglés, mientras que el trabajo de Benediktsdottir *et al.* (2011) detalla de forma sintética, entre otros contenidos, los principales hallazgos del mencionado informe.

71 El “pasaporte europeo” permite a los bancos islandeses ofrecer servicios financieros en cualquier país del mercado único europeo en igualdad de condiciones con respecto a cualquier competidor del país en cuestión (Benediktsdottir *et al.*, 2010a, p. 19).

Por su parte, el recurso al préstamo en divisas del Eurosistema, concretamente a través del Banco Central de Luxemburgo, pone de manifiesto cómo las entidades islandesas se mueven claramente fuera de lo que se consideran prácticas bancarias prudentes. El método para obtener financiación consiste en que el banco A solicita liquidez presentando como colateral de garantía un bono emitido por el banco B, mientras que el banco B hace lo mismo presentando como aval un bono emitido por el banco A. El Banco Central Europeo prohíbe esta práctica en julio de 2008 pues supone que el sistema bancario islandés en su conjunto obtiene liquidez sin aval real alguno, porque todas las garantías presentadas no son más que promesas de pago recíprocas entre los bancos que conforman dicho sistema, meras “cartas de amor” como las identifica la literatura (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 30–34; Jännäri, 2009, p. 18).

A pesar de los tímidos intentos de reducir el tamaño de los balances que documenta Jännäri (2009, p. 16), lo cierto es que los bancos crecen respecto al PIB un 90% entre 2006 y 2007 y un 16% entre diciembre de 2007 y agosto de 2008 (Benediktsdottir et al., 2011, p. 11). Tampoco se reduce significativamente el peso de la financiación en divisas ni aumenta su plazo de vencimiento, al menos no hasta el punto de incrementar la capacidad del CBI de prestar asistencia de último recurso. Justo antes del colapso bancario los pasivos por depósitos en divisas de Landsbanki captados con las cuentas *Icesave* en Reino Unido y Holanda equivalen aproximadamente al 60% del PIB de Islandia de 2008, más de cuatro veces las reservas de divisas del CBI (Gudmundsson, 2012a, p. 8; International Monetary Fund, 2012c, p. 7).

En cuanto a los indicios de baja calidad de los activos crediticios, la realidad constatada tras el colapso supera ampliamente las peores sospechas manifestadas a partir de 2006. En las tres entidades los principales accionistas o sus empresas se encuentran sin excepción entre los prestatarios más importantes. Como ejemplo, cuando quiebra Glitnir los préstamos pendientes de pago por parte de su mayor accionista o empresas de su propiedad suponen hasta el 70% del activo (Benediktsdottir et al., 2011, p. 16; Gylfason, 2010).⁷² Hay también numerosas prácticas documentadas de bancos que prestan a compañías que utilizan esa financiación para sostener importantes flujos de dinero hacia sus principales accionistas y directivos en forma de salarios y dividendos, para poco después incumplir sus pagos con el banco (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 17–18). La magnitud de estos fenómenos lleva a Benediktsdottir et al. (2011, p. 14) a calificarlos como “robo

⁷² El préstamo a representantes políticos también alcanza cuotas difícilmente explicables, con 10 de los 63 diputados del Parlamento con préstamos concedidos por valor de entre 1 y 40 millones de euros al tipo de cambio previo al colapso, con una deuda media de 9 millones de euros (Gylfason, 2010).

de los bancos desde dentro”.

Los problemas de los bancos islandeses no acaban ni mucho menos aquí. En primer lugar, hay un volumen importante de préstamos concedidos para comprar acciones del propio banco por parte de empleados y grandes clientes, un mecanismo para “crear” capital totalmente ficticio, pues dicho capital es incapaz de absorber pérdidas más allá de las del préstamo con el que se ha financiado, que en general es también de dudoso cobro (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 38–40).⁷³

En segundo lugar, hay una importante utilización de acciones del propio banco como colateral de préstamos concedidos, cuestión que afecta al 13% del total de préstamos concedidos por Glitnir y Landsbanki, y al 23% de la cartera de créditos de Kaupthing (Flannery, 2009, p. 96). La utilidad de estos títulos como garantía es muy escasa porque existe una vinculación directa entre el riesgo de crédito por el préstamo concedido y el riesgo de mercado en el valor de la garantía. Los bancos llegan a incurrir en una práctica aún más imprudente, como es aceptar acciones de la propia entidad como colateral para un préstamo otorgado para comprar dichas acciones (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 38–39; Flannery, 2009, p. 102; Jännäri, 2009, p. 31).

En tercer lugar hay una valoración de los créditos en el balance excesivamente optimista, sin apenas pérdidas reconocidas entre 2003 y 2008 (Flannery, 2009, pp. 95–96; International Monetary Fund, 2012c, p. 4; Jännäri, 2009, p. 27). Éste es un ámbito en el que las entidades bancarias gozan de un notable margen contable, y según el informe de la Comisión Especial de Investigación creada por el Parlamento de Islandia (en lo sucesivo SIC, por sus siglas en inglés, véase nota al pie 5) los bancos islandeses muy probablemente lo habrían aprovechado para ocultar deliberadamente pérdidas que ya se estaban produciendo, logrando así mantener una salud envidiable según los indicadores convencionales de salud bancaria, que dependen de forma central de los beneficios declarados. Según Flannery (2009, p. 104), la revaloración de activos que se hace tras la quiebra sugiere que si los bancos hubieran hecho un ejercicio razonable de reconocimiento de pérdidas entre 2003 y 2008 probablemente hubieran tenido problemas de solvencia bastante antes de que las restricciones de liquidez les hicieran quebrar en octubre de 2008, algo que Jännäri (2009, p. 37) ya apuntaba como muy probable incluso antes de dicha revaloración.

La benevolencia casi unánime con la que el mercado valora la fiabilidad de los bancos

⁷³ De nuevo a lo largo de 2008 se detecta algo así como una huida hacia adelante en este ámbito, pues cuando crece la presión vendedora de las acciones de los bancos en el mercado bursátil doméstico, las entidades llegan a prestar dinero a quienes venden sus acciones para que las recompren, sin exigir colateral alguno como garantía del préstamo.

islandeses hasta 2006, y también aunque con más matices entre 2006 y 2008, se explica probablemente porque sus indicadores convencionales de salud financiera -beneficios, rendimiento sobre el capital y sobre los activos, o ratios de capital- transmiten hasta 2008 una imagen de las tres entidades muy positiva, claramente mejor que la de los principales bancos de Noruega, Dinamarca y Suecia (Baldursson y Portes, 2008; Flannery, 2009, pp. 93–94; Gudmundsson, 2011a; International Monetary Fund, 2006, p. 22).⁷⁴

En este sentido, el ejemplo de los bancos islandeses es sintomático de que los indicadores convencionales de salud bancaria, incluso cuando la contabilidad es intachable, no necesariamente informan sobre aspectos cualitativos de la cartera de activos que son determinantes para determinar el estado de un banco, como por ejemplo las conexiones entre los bancos y sus prestatarios. En el caso de los bancos islandeses, además, hay unas prácticas contables más que cuestionables en la valoración de activos, lo que resta aún más utilidad a estos indicadores pues transmiten una imagen de las entidades no meramente incompleta, sino totalmente engañosa.

7.3.3. La actuación de las instituciones durante el periodo 2003-2008

Las instituciones públicas de Islandia se muestran completamente ineficaces entre 2003 y 2008 a la hora de evitar que los riesgos se acumulen en los balances de los bancos, hogares y empresas (Benediktsdottir et al., 2010a, pp. 89–107, 2010b). Tanto la organización de la estructura de regulación y supervisión financieras como la coordinación entre sus componentes son muy mejorables (Jännäri, 2009, p. 38), pero adicionalmente la conducta individual de cada una de las instituciones muestra tal grado de pasividad que puede calificarse de negligente (Benediktsdottir et al., 2010a, p. 116).

En cuanto a la acción del Gobierno, la política económica entre 2003 y 2008 probablemente contribuye al auge de los bancos y a la acumulación de riesgos (Benediktsdottir et al., 2011, p. 24), por la relajación fiscal que resulta muy atractiva para los inversores extranjeros e incentiva especialmente el negocio bancario. Parece que el Gobierno solamente se interesa por el ámbito de los riesgos en febrero de 2006, cuando se elabora un informe que identifica algunas amenazas notables pero del que no se deriva ninguna actuación concreta, ni tan siquiera un debate parlamentario (Benediktsdottir et al., 2010a, pp. 89–90; Jännäri, 2009, p. 15).

⁷⁴ Pocos días después del colapso bancario, Portes (2008) alude precisamente a estos indicadores para culpar de la debacle a una combinación de mala suerte -por el turbulento contexto internacional- y torpezas políticas.

El CBI tiene también una actuación muy cuestionable. Su política monetaria entre 2003 y 2008 pretende atemperar la demanda y el crecimiento de los precios, para lo cual se incrementan los tipos de referencia desde el 5,35% al 15,5% (Benediktsdottir et al., 2011, p. 25). Esta política se muestra no meramente ineficaz, situándose la inflación interanual casi siempre por encima del 4% (Statistics Iceland, n.d.), sino incluso contraproducente (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 25–27; Danielsson y Zoega, 2009, pp. 5–6). El alza de los tipos hace más atractiva a la economía islandesa para la inversión externa y así la demanda interna sigue gozando de un gran impulso gracias al reciclaje doméstico de parte de la financiación en divisas que logran los bancos en el exterior, con lo que al sobrecalentamiento incrementado se añade además el riesgo de cambio.

En cuanto a los riesgos, la regulación del CBI en materia de riesgo de cambio parece alinearse con la que se aplica en Europa, pero la supervisión es en la práctica muy débil porque los inspectores carecen de poderes legales explícitos para examinar in situ los procedimientos de gestión que utilizan los bancos (Jännäri, 2009, p. 25). En cuanto a la provisión de liquidez en moneda doméstica, el CBI se muestra igualmente complaciente con los bancos, sin oponer obstáculos a la utilización como garantía de los colaterales cruzados entre los bancos, las famosas “cartas de amor” (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 30–34).

La Autoridad de Supervisión Financiera (FME por sus siglas en islandés) es quien tiene quizá la actuación más desafortunada, siendo su debilidad uno de los principales factores explicativos de la burbuja bancaria y su estallido final (Danielsson y Zoega, 2009, p. 9; Jännäri, 2009, p. 37). Se identifican enormes deficiencias en los sistemas de registro de información (Benediktsdottir et al., 2010b, pp. 16–17), y la supervisión se basa en la aplicación mecánica de reglas convencionales sin atender a la especificidad de las entidades supervisadas (Gudmundsson, 2013a, 2011b). Además, hay documentada una falta de firmeza notable en la actuación de los supervisores, cuyas recomendaciones son seguidas de muy mala gana o directamente desoídas, algo sintomático de su falta de poder real (Benediktsdottir et al., 2010b, p. 17; Jännäri, 2009, pp. 27–31).

Un dato anecdótico pero ilustrativo de la debilidad de las instituciones en Islandia entre 2003 y 2008 es la escasez de recursos humanos (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 29–30). Cuando colapsa el sistema bancario en octubre de 2008, trabajan 115 personas en el CBI, 50 para la FME y 20 para el Ministerio de Comercio (que supervisa las labores de la FME), incluyendo todo el personal de seguridad y servicios. Por su parte, entre Landsbanki y Kaupthing suman 6148 personas empleadas (2774 de ellas en

Islandia), 33 veces el total de personas que trabajan en todas las instituciones implicadas de alguna forma en su supervisión.

7.3.4. Por qué se produce la burbuja financiera y su colapso: una primera explicación

El contexto internacional sin duda supone un escenario propicio para el crecimiento acelerado del sector bancario islandés entre 2003 y 2008. La economía mundial, recuperándose de la crisis tras el estallido de la burbuja tecnológica en Estados Unidos en 2001, vive en ese momento un período de bajos tipos de interés y baja aversión al riesgo. Ello convierte en muy atractiva cualquier opción de inversión que prometa rentabilidades relativamente elevadas y ayuda a entender la facilidad con la que los bancos islandeses se financian en los mercados internacionales (Gudmundsson, 2013a, 2011b; International Monetary Fund, 2012c, p. 3; Jännäri, 2009, pp. 13–21). Igualmente, el turbulento contexto en los mercados financieros internacionales tras el colapso de Lehman Brothers es sin duda el desencadenante inmediato de los problemas de liquidez de los bancos que les llevan a la quiebra en octubre de 2008. Por lo tanto, el contexto internacional tiene parte de responsabilidad en los acontecimientos que tienen lugar en Islandia, e incluso algunos autores lo consideran el factor más determinante (Herbertsson, 2008, p. 3).

Pero lo cierto es que ese contexto afecta por igual a todas las economías del mundo sin que en ningún otro lugar se produzcan burbujas o colapsos financieros de magnitud comparable a los de Islandia. Así pues, parece necesario recurrir a otros elementos explicativos. El primero de ellos es sin duda la actuación de los bancos islandeses, que entre 2003 y 2008 apuran de forma muy imprudente el amplio margen legal del que disponen y además lo transgreden en numerosas ocasiones, como demuestra el hecho de que numerosos directivos de estas entidades hayan sido condenados a penas de prisión (Gylfason, 2014, p. 10).

El segundo de los factores es la negligente y equivocada actitud de todas las instituciones. Ahora bien, contrariamente a lo señalado por Portes (2008) justo tras el colapso, los fallos institucionales no se producirían en la gestión de la situación tras el colapso de Lehman Brothers, sino mucho antes, como mínimo a lo largo del periodo entre 2003 y 2008 en el que las autoridades no muestran ni la voluntad ni la capacidad de atajar el crecimiento del sector bancario ni sus imprudentes prácticas.

Un tercer factor a considerar es el papel de las empresas de auditoría, que durante la burbuja no dan la importancia debida a cuestiones como, por ejemplo, la valoración de

los préstamos en el balance, los propietarios y empleados que poseen acciones de la compañía o el préstamo concedido para la compra de las acciones de la propia entidad (Benediktsdottir et al., 2010b, p. 17).

Lo cierto es que los riesgos que hacen quebrar a los bancos islandeses no son distintos a los que afronta cualquier banco del mundo, pero la experiencia islandesa tiene algunos rasgos muy particulares como son el enorme tamaño de los bancos respecto a la economía, la gestión imprudente y en algunos casos punible legalmente por parte de los directivos de los bancos, la escandalosa debilidad en la supervisión y la inacción de los auditores, factores que combinados en un contexto internacional primero de abundante liquidez y después de restricciones severas de crédito ayudan a explicar bien tanto la burbuja como su estallido final (Danielsson y Zoega, 2009, p. 7; Jännäri, 2009, p. 36).

7.4. La regulación de los flujos de capital en Islandia a partir de 2008

7.4.1. La estrategia de salida de la crisis y la regulación de flujos de capital en 2008

Entre 2003 y 2008 Islandia no adopta ninguna medida de regulación preventiva de flujos entrantes de capital, y ni siquiera hay el menor atisbo en la documentación institucional y académica revisada de que se produzca discusión política alguna al respecto. Esta amplia desregulación de los flujos de inversión hacia y desde Islandia termina bruscamente tras el colapso bancario. El 10 de octubre de 2008 se adoptan las *Temporary modifications in currency outflow* (Central Bank of Iceland, 2008b), las primeras medidas de regulación de flujos de capital de Islandia (Viterbo, 2011, pp. 220–228).

Estas medidas constituyen una regulación directa de los flujos de capital y se dirigen a los bancos de depósitos, que son de hecho quienes reciben el encargo de velar por su cumplimiento, para recomendar la disminución de las operaciones de venta de ISK que están favoreciendo la depreciación de la moneda. Para ello se reduce la disponibilidad de divisas a través de tarjetas de crédito y se priorizan las compras de divisas para importar bienes de primera necesidad y servicios. Son medidas tentativas y provisionales, que no establecen ninguna prohibición expresa, y que tratan simplemente de evitar el colapso de la divisa mientras se elabora una estrategia de medio plazo para afrontar la situación.

Los problemas que debe abordar Islandia tras el colapso bancario de octubre de 2008

constituyen una verdadera “tormenta perfecta” (International Monetary Fund, 2008b, p. 9). La economía queda completamente paralizada, con el crédito colapsado, una moneda cuyo precio en EUR es apenas la mitad que diez meses antes, una inflación interanual en alza que alcanzará el 18,5% en enero de 2009, grandes pérdidas en la riqueza de las familias por el desplome de los precios de la vivienda y, al mismo tiempo, unos pasivos de hogares y empresas no solo enormes sino también indexados en gran medida al tipo de cambio o a la inflación (Central Bank of Iceland, 2010b, p. 10).

La estrategia de Islandia para superar esta situación crítica se despliega en tres ámbitos principales que se esbozan ya en la solicitud de asistencia remitida al IMF (International Monetary Fund, 2008b, pp. 38–44) el 15 de noviembre de 2008. El primer objetivo es la reestructuración del sistema bancario de forma que el Gobierno solo respalde plenamente los depósitos de los residentes. El segundo objetivo es la sostenibilidad fiscal a medio plazo, un desafío importante no solo por las caídas de ingresos que se prevén debido al parón económico y por el coste de reconstruir el sistema financiero, sino también porque Islandia plantea además su voluntad de dejar que los estabilizadores automáticos operen con total libertad durante 2009, asumiendo que ello generará un fuerte déficit público, para que la recesión no sea aún más profunda de lo que se prevé.

El tercer objetivo es estabilizar la ISK, cuya depreciación aguda iniciada tras el colapso bancario amenaza a los prestatarios con préstamos indexados al tipo de cambio y que además impulsa la inflación, lo que daña también seriamente a aquellos con pasivos indexados al comportamiento de los precios. Es por ello que Islandia plantea al IMF la necesidad de mantener, como mínimo en el medio plazo, las restricciones cambiarias introducidas como medida de emergencia en el mes de octubre de 2008.

Así pues, la regulación de flujos de capital de Islandia es desde su inicio un componente fundamental de su estrategia de salida de la crisis (Gudmundsson, 2012a, p. 10, 2010).⁷⁵ Esta estrategia es refrendada completamente por el IMF (2008b, pp. 10, 24), incluso en lo referente a los componentes más controvertidos de la propuesta como son la mencionada regulación o el gasto público inicialmente contracíclico.⁷⁶

⁷⁵ Danielsson y Árnason (2011) afirman que la aplicación de regulación de flujos de capital es una imposición del IMF, y que las autoridades islandesas habrían sido partidarias de aplicar medidas menos intensas, como impuestos selectivos y temporales a algunas transacciones. Los autores no realizan un análisis en profundidad, y dado que en la literatura revisada no se han encontrado más pistas que apunten en esta dirección, lo más razonable parece asumir la versión expuesta en el presente trabajo en el sentido de que la iniciativa de la regulación de flujos de capital parte de Islandia.

⁷⁶ El IMF firma con Islandia un *Stand-By Agreement* en virtud del cual otorga directamente una financiación de 2100 millones de USD para reforzar las reservas de divisas del país, a lo que se suma la financiación por valor de unos 3000 millones de USD adicionales que, bajo el paraguas de este acuerdo, Islandia consigue mediante

Una vez que cuenta con el respaldo del IMF, Islandia adapta rápidamente su marco legal para dotar de mayor solidez a la regulación de flujos de capital. El 28 de noviembre el Parlamento otorga poderes al CBI para interrumpir o restringir determinados flujos de capitales si se estima que pueden causar una inestabilidad “*seria y significativa*” en los ámbitos monetarios y del tipo de cambio.⁷⁷ Con este respaldo legal, ese mismo día el CBI (2008c) publica las *Rules on Foreign Exchange No. 1082/2008*, que son sustituidas poco después por las *Rules on Foreign Exchange No. 1130/2008* (Central Bank of Iceland, 2008d).

El objetivo de esta legislación es proteger el tipo de cambio y evitar una depreciación que sería muy dañina para los balances de empresas y hogares con deudas indexadas al tipo de cambio o al comportamiento de los precios. Dos son los ámbitos relevantes en este sentido. Por una parte, tanto la retirada de capitales extranjeros -disminución del pasivo externo o flujo bruto de entrada negativo- como la salida de capitales nacionales -incremento del activo externo o flujo bruto de salida positivo- suponen la venta de activos en ISK a cambio de divisas, lo que genera fuertes presiones de depreciación sobre la ISK.

Para evitar esta situación, la regulación del CBI impone una restricción administrativa total sobre todas las operaciones de compra de divisas que se computen en la cuenta financiera y no estén relacionadas con transacciones corrientes, impidiendo por lo tanto que cualquier inversor, residente o no, deshaga sus posiciones en ISK para adquirir activos denominados en otras divisas (Central Bank of Iceland, 2008d; Viterbo, 2011, pp. 222–223). El ahorro de extranjeros y residentes invertido en activos en ISK debe permanecer dentro del país.

Por otra parte, el segundo ámbito relevante es la actividad exportadora, principal fuente de divisas a corto plazo para el país aparte de la asistencia de emergencia obtenida en el marco del acuerdo con el IMF. Los exportadores, al vender las divisas que ingresan a cambio de ISK, pueden contribuir a estabilizar el tipo de cambio y a engrosar las reservas de las recién reestructuradas entidades bancarias islandesas. Para asegurarse de que los exportadores apoyan al tipo de cambio en lugar de mantener sus divisas fuera del país, la regulación establece que deben repatriarse todas las divisas ingresadas por exportaciones vendiéndolas a un banco islandés o depositándolas en una cuenta denominada en divisas de alguna entidad islandesa.

acuerdos bilaterales con Dinamarca, Islas Feroe, Finlandia, Noruega, Suecia, Polonia y Luxemburgo (Central Bank of Iceland, 2010b, pp. 11–12).

⁷⁷ *Act on the amendment to the Foreign Exchange Act No. 87/1992*, de 28 de noviembre de 2008. Véase Viterbo (2011, p. 222 y n. 43).

Esta es la única alusión de la regulación de flujos de capital a las transacciones de cuenta financiera relacionadas con operaciones corrientes, que por lo demás no están sujetas a restricción alguna. Es decir, la regulación que queda establecida en diciembre de 2008 otorga libertad total para adquirir divisas destinadas a la compra de bienes y servicios, o a la repatriación de rentas, intereses y dividendos. Así, los inversores extranjeros no pueden desinvertir de Islandia pero pueden sacar del país lo que ingresan como rendimientos de su inversión.

7.4.2. Adaptación del marco legal durante 2009 para garantizar su eficacia

Bajo el marco legal de diciembre de 2008 existen distintas vías para que tanto residentes como no residentes saquen su ahorro del país adquiriendo activos emitidos en el exterior y denominados en otras divisas. Estos resquicios legales comprometen la eficacia de la regulación para proteger el tipo de cambio, por lo que el marco legal se adapta a lo largo de 2009 con el fin de eliminarlos (Gylfason, 2011; International Monetary Fund, 2012a, pp. 29–33, 2012i, pp. 17–18; Viterbo, 2011, pp. 222–227).

Para los residentes en Islandia, la principal vía de evasión consiste en adquirir divisas para una transacción permitida como es la importación de pequeños bienes de lujo, ya sean relojes o joyas. Una vez adquiridos, estos bienes se transportan personalmente al exterior para venderse de segunda mano e invertir lo obtenido en un activo financiero en el exterior. Una modalidad análoga consiste en hacer compras en divisas de mayor envergadura en el exterior, como maquinaria pesada, vehículos de motor o propiedades inmobiliarias. En todos los casos, el bien adquirido no es la finalidad de la transacción, sino tan solo un medio para lograr posteriormente recuperar las divisas pagadas por su adquisición e invertirlas en un activo financiero en el exterior. Dado que esta última transacción está prohibida, el encadenamiento de operaciones descrito es ilegal en su conjunto y además supone una presión de depreciación sobre la moneda cuando se adquieren las divisas para comprar los objetos o propiedades mencionados.

La importación fraudulenta de bienes de lujo parece adquirir cierta relevancia (Gylfason, 2011), pero no es abordada por la regulación probablemente porque hacerlo se estima demasiado costoso en términos de recursos administrativos. En cambio, las compras de mayor envergadura en divisas, como maquinaria o vivienda, son restringidas explícitamente por el CBI (2009a, p. Article 6) en octubre de 2009, permitiéndose solo cuando se justifiquen por necesidades de la actividad económica ordinaria o cambio de residencia, respectivamente.

Para los inversores extranjeros con activos en ISK existen al menos tres formas de salir del país evitando la regulación cambiaria. La primera es completamente legal y consiste en vender su activo en ISK a un banco extranjero que desee adquirirlo a un precio atractivo. Esta transacción pertenece al mercado de cambio *off-shore*, pues no participa en ella ninguna institución financiera islandesa, por lo que no está afectada por la regulación de flujos de capital.⁷⁸ La impaciencia de muchos inversores por salir rápidamente de Islandia les habría llevado a deshacerse de sus activos en ISK a un tipo *off-shore* de entre 200 ISK/EUR y 300 ISK/EUR, cuando el tipo de cambio *on-shore* de las operaciones que se rigen por la regulación cambiaria oscila a partir de 2008 entre 140 ISK/EUR y 180 ISK/EUR (Central Bank of Iceland, n.d.). Las transacciones del mercado *off-shore* suponen en realidad la sustitución de unos acreedores externos por otros, por lo que no constituyen flujo de capitales y el pasivo exterior de Islandia no varía sino que únicamente se concentra cada vez más en unos pocos grandes inversores (International Monetary Fund, 2012a, p. 30). Al no haber presión sobre el tipo de cambio *on-shore* estas transacciones no preocupan a las autoridades.

Las modalidades segunda y tercera accesibles a los extranjeros son motivo de preocupación, y ambas cuentan con la colaboración de una contraparte islandesa que trata de sacar beneficio del diferencial entre los tipos de cambio *off-shore* y *on-shore*. En la segunda modalidad la parte islandesa consigue divisas para comprar un bien primario o de lujo o una propiedad inmobiliaria en el exterior, análogamente a como lo haría si quisiera sacar del país sus propios ahorros. Pero en esta ocasión revende los bienes adquiridos al inversor extranjero, que los paga con sus activos inmovilizados en ISK y obtiene un bien que puede revender en el exterior para lograr efectivo con el que adquirir un activo denominado en divisas. La contraparte islandesa obtiene un beneficio neto en ISK, pues ha comprado las divisas al tipo *on-shore* pero ha vendido el activo adquirido con ellas al tipo *off-shore*.

El CBI (2009a, p. Article 2) ataja esta dinámica en octubre de 2009 introduciendo restricciones a las transacciones en ISK entre no residentes y residentes (Viterbo, 2011, pp. 226–227). Estas operaciones no están limitadas en la regulación de diciembre de 2008 porque no suponen transacción cambiaria alguna y por lo tanto no impactan directamente sobre el tipo de cambio. Pero combinadas con la importación -fraudulenta- de bienes de lujo o adquisición de vivienda en el exterior por parte de

⁷⁸ Un ejemplo sería el de un inversor no residente que hubiera adquirido un bono en ISK *off-shore* emitido por un banco no islandés. El tenedor tiene derecho a unos flujos futuros de caja en ISK, pero no puede intercambiar su activo por divisas con ninguna entidad islandesa. Ahora bien, los bancos emisores de estos títulos pueden tener interés en recomprar estos activos de sus tenedores originales, aunque eso suponga incrementar su activo inmovilizado en Islandia, si los pueden adquirir a un tipo de cambio muy ventajoso.

residentes permiten cerrar un circuito que impacta sobre el tipo de cambio, a través de nuevo de la compra de divisas para realizar la importación o adquisición de vivienda, y que constituyen un camino para que los no residentes saquen sus ahorros del país.

La tercera modalidad disponible para el no residente requiere la colaboración de un exportador islandés, que factura sus ventas en ISK por un importe que es la traducción a ISK con el tipo *off-shore* del monto que le pagará su cliente en divisas. El inversor extranjero interesado en salir de Islandia hace de intermediario entre el exportador islandés y su cliente en el exterior. Le paga al exportador islandés el importe de la factura en ISK a partir de los activos que tiene inmovilizados en Islandia y recibe del cliente en el exterior de Islandia las divisas que éste paga por los productos que recibe (International Monetary Fund, 2012a, pp. 30–31). El inversor ha sustituido activos en ISK por activos en divisas en el exterior, mientras que el exportador ha logrado más ISK por las divisas cobradas de las que habría ingresado vendiéndoselas a una entidad financiera islandesa al tipo de cambio *on-shore*.

Esta tercera modalidad compromete también el objetivo de proteger el tipo de cambio porque se pierde el efecto de apreciación que habría generado el exportador sobre el tipo de cambio *on-shore* al comprar moneda nacional con las divisas cobradas, y además dichas divisas no quedan disponibles para reforzar las reservas de los bancos islandeses. La regulación trata de evitar esta dinámica en marzo de 2009, cuando se introducen sendas enmiendas en la ley del régimen cambiario y en la Ley de Aduanas para establecer que las exportaciones deben facturarse en divisas y que este precio es el que debe consignarse en la declaración de exportaciones.⁷⁹

No es posible valorar cuantitativamente la importancia de las vías de evasión mencionadas, pero cabe atribuirles cierta relevancia en la medida en que la regulación se adapta para tratar de obstaculizarlas. Sin embargo, de acuerdo a la literatura consultada el principal problema para las autoridades islandesas no parece estar en los circuitos para evadir la regulación de flujos de capital tal y como queda establecida en diciembre de 2008, sino en una de las operaciones que dicha regulación permite explícitamente pero que alcanza una dimensión que compromete gravemente su eficacia. Se trata de la repatriación de los intereses que generan los bonos *off-shore* emitidos por entidades bancarias no residentes, conocidos como *Glacier Bonds*, unos intereses que son recibidos por los tenedores de los bonos en cuentas denominadas en ISK en bancos islandeses.

⁷⁹ Las leyes que se enmiendan el 31 de marzo de 2009 son la *Foreign Exchange Act 87/1992* y la *Customs Act 88/2005*. Véase Viterbo (2011, p. 222 n. 42).

La regulación de finales de 2008 señala claramente que las transacciones de cuenta financiera conectadas con la cuenta corriente no están restringidas, con lo que los tenedores de estos bonos son libres de utilizar los montos que ingresan en concepto de intereses para comprar divisas y adquirir con ellas activos en el exterior. El problema es que el volumen de activos en manos de extranjeros es muy relevante, alcanzando el 25% del PIB y el 40% de las reservas del país, según una estimación de 2012, que cabe interpretar como una cota inferior del valor alcanzado entre finales de 2008 y 2009 (International Monetary Fund, 2012i, p. 17). Una parte importante de esta inversión corresponde al principal invertido en distintos tipos de activos en ISK, que no se puede repatriar en ningún caso, pero un monto muy significativo deriva de los intereses y dividendos que rindieron los *Glacier Bonds* antes de su vencimiento, cuya libre conversión en divisas en un plazo de tiempo muy breve es estimada como muy peligrosa por parte de las autoridades.

Por este motivo la repatriación de intereses de los *Glacier Bonds* se restringe de facto ya en 2009, aunque formalmente esté permitida por la regulación (Viterbo, 2011, p. 225). Esta restricción se reconoce como la interpretación oficial de la ley por parte del CBI (2009b) en mayo de 2009 y finalmente, en octubre de 2009, el CBI (2009a, p. Article 10) incorpora en la regulación la norma explícita de que la libre compra de divisas para la repatriación de intereses se aplica solo a los activos emitidos por residentes, lo que excluye a los *Glacier Bonds* (Viterbo, 2011, p. 227).

En definitiva, a lo largo de 2009 la regulación se adapta en primer lugar para cerrar los resquicios legales que permiten la evasión bajo el marco legal de 2008. Pero la principal reforma se lleva a cabo para afectar a la repatriación de intereses de los *Glacier Bond*, una transacción inicialmente permitida por ser de naturaleza corriente pero que a juicio de las autoridades debe ser restringida completamente porque constituye la principal amenaza a la estabilidad del tipo de cambio. Ni el tratamiento a esta transacción ni ningún otro aspecto central de la regulación de flujos de capital sufre cambios drásticos en las sucesivas actualizaciones de este marco legal que se producen a partir de 2010 (Central Bank of Iceland, 2015, 2014, 2013, 2010c).

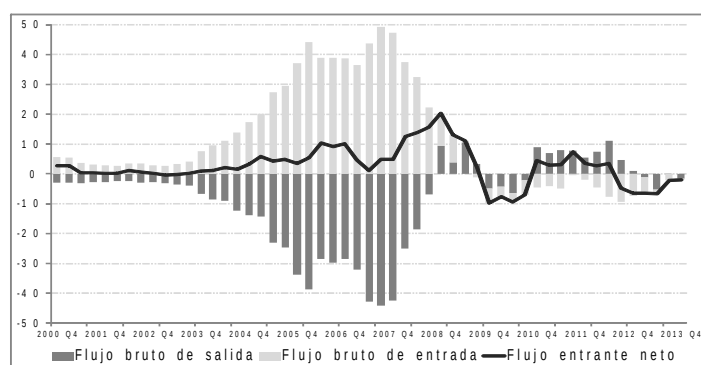
7.5. Eficacia de la regulación

7.5.1. Efectos directos: volumen de flujos y tipo de cambio

La regulación cambiaria que aplica Islandia a partir de 2008 tiene efectos drásticos sobre la cuenta financiera, que pasa a estar dominada por las transacciones

conectadas con la cuenta corriente, lo que supone a partir de 2009 una reducción drástica de los flujos brutos tanto de entrada como de salida (gráfico 7.2).

Gráfico 7.2. Islandia (2000-2013): flujos de inversión bruta y neta (% del PIB anual, datos en promedios móviles de cuatro trimestres)



Fuente: elaboración propia. Datos del CBI (véase el anexo II para más detalles)

En cuanto a las entradas de capital (variaciones del pasivo exterior), la regulación logra evitar que se produzcan importantes flujos brutos negativos por la retirada de los inversores extranjeros que llegaron durante el auge. Solamente se permiten algunas operaciones de desinversión de volúmenes pequeños y muy controlados como parte de la estrategia de liberalización de capitales que se inicia en junio de 2011. Al mismo tiempo, desaparecen los fuertes flujos positivos que caracterizan el periodo 2003-2008, lo que refleja la desaparición de los bancos como captadores de financiación externa. En cuanto a las salidas de capital (variaciones del activo exterior), la regulación cambiaria logra igualmente evitar una fuerte salida de ahorro islandés hacia el exterior a partir de 2009. Y de nuevo desaparece la aportación que entre 2003 y 2008 tienen los bancos como emisores de financiación hacia el exterior durante su expansión internacional.

El éxito de la regulación restringiendo fuertemente la retirada de capitales extranjeros -que disminuyen el pasivo exterior- y la salida de capitales nacionales -que incrementan el activo exterior- supone que se evitan fuertes compras de divisas con moneda islandesa lo que permite estabilizar el tipo de cambio. Así, después del turbulento año 2008 en el que la ISK se deprecia entre enero y diciembre desde las 65 ISK/USD hasta las 147 ISK/EUR, entre 2009 y 2014 el tipo de cambio se sitúa en un nivel depreciado respecto al que presenta entre 2003 y 2008, pero relativamente estable entre las 110 ISK/USD y las 130 ISK/USD (International Monetary Fund, n.d.). Por lo tanto, el objetivo de proteger el tipo de cambio de una depreciación aún mayor

que amenazara a los ya maltrechos balances de hogares y empresas islandesas se habría cumplido, un hecho que señalan en repetidas ocasiones tanto el Gobernador del CBI, Gudmunsson (2012a, p. 33, 2012b, pp. 5–6, 2011a, 2010, p. 4), como el IMF (2012c, p. 19, 2011h, p. 16).

7.5.2. Contribución al abaratamiento de la deuda pública⁸⁰

Tras el colapso bancario y durante la crisis económica que ahí se origina Islandia acomete importantes gastos públicos tanto por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos de la economía como por la reestructuración del sector bancario, que supone un coste del 43% del PIB (International Monetary Fund, 2012c, p. 14). Este hecho, junto con el hundimiento de los ingresos en un contexto de intensa recesión con caídas del PIB real del 5% y el 3% en 2009 y 2010 respectivamente (World Bank, n.d.), genera un déficit presupuestario en todos los ejercicios entre 2008 y 2014 que alcanza el 13% del PIB en 2008 y el 10% del PIB en 2009 y 2010 (Statistics Iceland, n.d.). Así, la deuda pública bruta del Gobierno central, que se había reducido desde mediados de los noventa hasta un valor del 40% del PIB en 2007, crece con gran rapidez superando en 2011 el 110% del PIB (World Bank, n.d.).

El análisis de Aguirre y Alonso (2013) muestra cómo estas crecientes necesidades de financiación pública en moneda doméstica se habrían logrado cubrir a un coste cada vez menor entre 2008 y la primera mitad de 2012, de acuerdo a los datos de rentabilidades de bonos y letras del Tesoro en el mercado primario (gráfico 7.3).

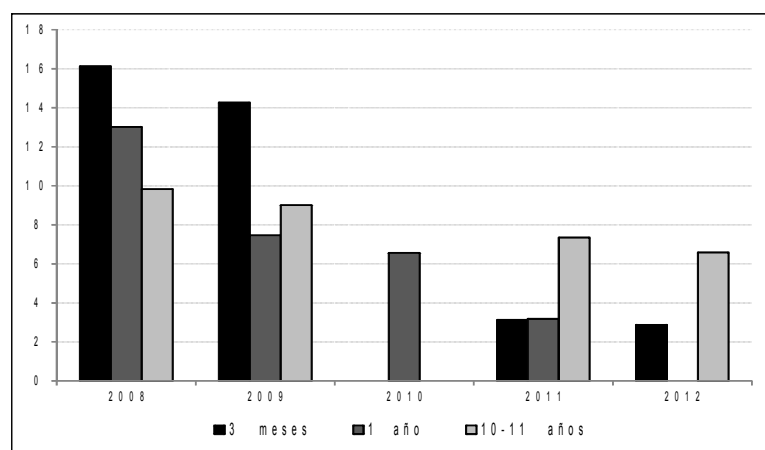
Otros tres factores, además de la regulación de flujos de capital, contribuyen a explicar el abaratamiento de la financiación pública (Aguirre y Alonso, 2013, pp. 60–67). El primero de ellos es la nacionalización parcial del sector bancario tras el colapso. La reestructuración de las entidades quebradas consiste en separar cada una de ellas en dos partes para recapitalizar con dinero público solo una de ellas, la que asume los activos y pasivos con residentes (Flannery, 2009, pp. 104–105; Herbertsson, 2008, pp. 5–7; International Monetary Fund, 2012c, pp. 11–15, 2012i, p. 50; Sighvatsson et al., 2011, p. 16). Se conforma así un nuevo sector bancario que equivale al 190% del PIB a finales de 2010, cuando en 2007 tenía un tamaño del 870% del PIB (International Monetary Fund, 2012c, p. 14).

La regulación de la inversión internacional tiene una parte importante de responsabilidad en este fenómeno, pues los inversores con activos en ISK, al no poder

80 El contenido de este subepígrafe se basa en una investigación previa de Aguirre y Alonso (2013) ya publicada.

adquirir divisas para invertir en activos denominados en otras monedas, incrementan su demanda de títulos de deuda pública doméstica denominados en ISK. Los inversores extranjeros, por ejemplo, poseen entre 2009 y 2012 un volumen de deuda pública más o menos constante, en torno a 200.000 millones de ISK, alrededor del 12% del PIB (Government debt management, n.d.). Los títulos en los que está invertido este ahorro son en todo momento letras de corto plazo y los dos bonos con vencimiento más cercano, indicando que los inversores tratan de rentabilizar el capital que no pueden sacar de Islandia al mismo tiempo que garantizan una disponibilidad relativamente rápida de sus ahorros por si se levantaran las restricciones.

Gráfico 7.3. Islandia (2008-2012): bonos y letras del Tesoro; rentabilidades en el mercado primario para distintos plazos de vencimiento (%)



Fuente: elaboración propia. Datos del Government Debt Management (véase el anexo II para más detalles)

Aunque algunos acreedores de los bancos quebrados deciden implicarse en la propiedad de las entidades recapitalizadas, el Gobierno mantiene el 81% de la propiedad de Landsbankinn, principal entidad y heredera del antiguo Landsbanki (Financial Supervisory Authority, 2011), el 13% de Arion (surgido de Kaupthing) y el 5% de Islandsbanki (surgido de Glitnir) (Icelandic State Financial Investment, 2010, p. 14,20).

Estos tres bancos, que por valor de activos suponen en 2009 el 98% del sector bancario y el 75% del sistema de crédito (Financial Supervisory Authority, n.d.), son los principales creadores de mercado en las emisiones de deuda pública, lo que significa que a cambio de ciertas compensaciones se comprometen a pujar por un volumen mínimo de la deuda recién emitida en el mercado primario, así como a dinamizar el

mercado secundario comprando y vendiendo títulos que ya están en circulación. El hecho de que el Gobierno haya reestructurado y recapitalizado estas entidades y que posea una notable capacidad de control sobre ellas parece favorecer que la deuda se emita ya en el mercado primario con unos tipos reducidos.

Este efecto se acentuaría muy probablemente en el mercado secundario. Entre 2009 y 2012 los bancos no incrementan su exposición a la deuda pública doméstica, aparte de una inyección puntual por valor del 14% del PIB que reciben directamente en sus balances como recapitalización a principios de 2010 (Government debt management, n.d.). Esto significa que los creadores de mercado revenden en el mercado secundario prácticamente toda la deuda que compran en el mercado primario, y lógicamente tratan de obtener un cierto beneficio, vendiendo los títulos algo más caros (con menor rentabilidad) de lo que los compraron en el primario. A su vez, esta tendencia a la baja en las rentabilidades del secundario facilita que la próxima subasta en el mercado primario de títulos tenga lugar con rentabilidades de nuevo más bajas, pues las condiciones en que se negocian los títulos en ambos mercados tenderían a no separarse demasiado.

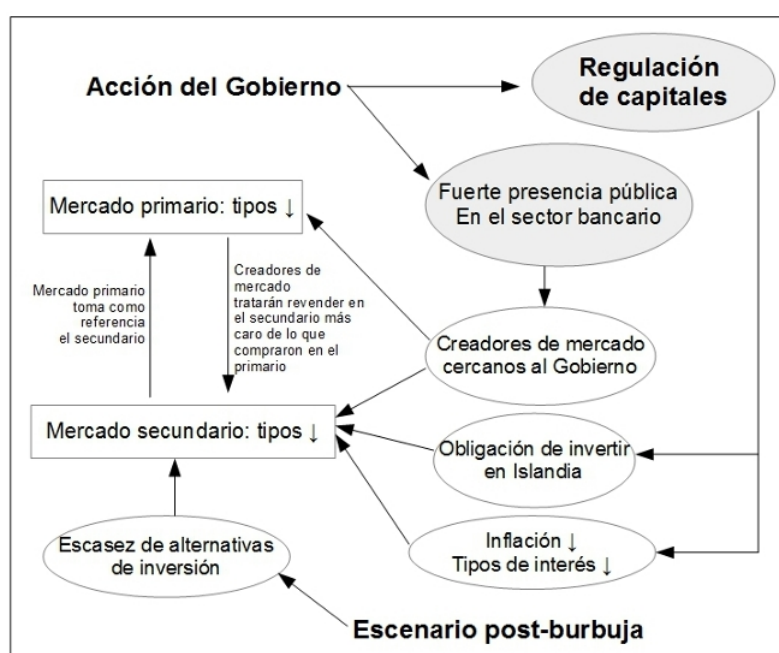
Un segundo factor que también favorece el descenso en las rentabilidades de la deuda pública es la escasez de alternativas de inversión a partir de 2009. Cuando el mercado islandés de títulos se encuentra en su apogeo, en julio de 2007, es posible invertir en títulos por valor del 449% del PIB (Central Bank of Iceland, n.d.), mientras que tras el colapso bancario de octubre de 2008 este volumen se reduce hasta el 138% del PIB, sobre todo por efecto de la desaparición de los bancos quebrados, que llegaron a proporcionar el 60% de las acciones negociadas en el mercado (Central Bank of Iceland, 2010b, p. 37) y también la mayor parte de los bonos privados. Entre octubre de 2008 y finales de 2011 la deuda del Tesoro en ISK es la partida más dinámica en cuanto a oferta de nuevos títulos, proporcionando el 62% del valor nominal emitido.

Un último factor explicativo del descenso en la rentabilidad de la deuda pública parece ser la moderación de la tasa de inflación y de los tipos de la política monetaria. Los precios crecen en 2008 paralelamente a la depreciación de la ISK hasta alcanzar el 18,6% en tasa interanual en enero de 2009, pero se moderan posteriormente hasta crecer a un ritmo del 2% interanual desde inicio de 2011 y de entre el 5% y el 6% en la primera mitad de 2012 (Central Bank of Iceland, n.d.). Esto permite una importante relajación de la política monetaria, con un tipo de cuenta corriente del CBI que alcanza el 15% a principios de 2009 y que en 2011 y 2012 se sitúa alrededor del 4% (Central Bank of Iceland, n.d.).

Con tipos de interés a la baja e inflación moderada y estable, los títulos del Tesoro habrían seguido siendo una opción atractiva de inversión a pesar de ofrecer rentabilidades nominales cada vez menores. Ahora bien, la regulación de flujos de capital es en buena medida la responsable última de este fenómeno, ya que al proteger el tipo de cambio de la fuga de inversión hace innecesarios los tipos de intervención elevados para sostener la divisa. Y una divisa que no se deprecia más tampoco provoca incrementos adicionales en los precios por el encarecimiento de las importaciones.

El funcionamiento del mercado de deuda pública en Islandia entre 2009 y 2012 podría esquematizarse como sigue (figura 7.3).

Figura 7.3. Islandia (2009-2012): funcionamiento del mercado de deuda pública



Fuente: elaboración propia

La influencia que el Gobierno parece poder ejercer sobre los creadores de mercado facilitaría el éxito en la colocación en el mercado primario de deuda pública con rentabilidades cada vez menores. Esta tendencia se reforzaría en el mercado secundario debido principalmente a la regulación cambiaria que obliga a los inversores residentes y no residentes a invertir sus ISK en activos dentro del país, pero también a que de nuevo los creadores de mercado promueven rentabilidades cada vez menores, a la escasez de alternativas de inversión a la deuda pública y al comportamiento de los

precios y la política monetaria, que a su vez se derivan parcialmente de la regulación de los flujos de capital.

En definitiva, la actuación del Gobierno de Islandia es probablemente el factor más relevante, aunque no el único, para comprender cómo la deuda pública se financia entre 2009 y 2012 en condiciones cada vez más ventajosas, y la regulación de la inversión internacional es a su vez una de las piezas clave de dicha actuación (Aguirre y Alonso, 2013, pp. 67–69).⁸¹ Este efecto es señalado por el CBI (2010a, p. 44), por su Gobernador Gudmunsson (2013b, p. 6, 2012a, p. 33), por instituciones internacionales como la European Commission (2012) o el IMF (2012c, p. 20, 2011h, p. 16), e incluso por la prensa (The Economist, 2010).

7.5.3. Contribución de la regulación de flujos de capital a la salida de la crisis en Islandia

Más allá de los efectos específicos discutidos sobre el tipo de cambio y las condiciones de financiación del déficit público, la regulación de flujos de capital de Islandia constituye una política muy importante, quizá la más importante, para entender el positivo comportamiento económico de Islandia desde 2009 y sus logros en materia de políticas sociales (Aguirre, 2014, p. 500).

Tras una intensa recesión en 2009 y 2010 con caídas del PIB real del 5% y el 3% respectivamente, Islandia crece entre 2010 y 2013 a una tasa promedio del 2,2% en términos reales (World Bank, n.d.). En 2012 el IMF (2012c, p. 2) considera que el programa de asistencia a Islandia ha sido todo un éxito y en 2014 este mismo organismo atribuye al país las mejores condiciones macroeconómicas desde la crisis, con un nivel de actividad real a punto de superar el máximo anterior al colapso bancario, y reducciones sustanciales de la tasa de desempleo, la deuda pública, la deuda corporativa y de los hogares (International Monetary Fund, 2015, pp. 4–18).

Islandia obtiene también logros muy reseñables en el ámbito de las políticas sociales y de distribución de la riqueza, teniendo en cuenta la dimensión de la debacle financiera que sufre el país en 2008. En primer lugar, diferentes iniciativas logran que la deuda privada de hogares y empresas, que a principios de 2008 alcanza niveles del 100% del

⁸¹ Existen otros factores de contexto que no se han analizado explícitamente pero que son muy relevantes en la experiencia islandesa: poseer soberanía monetaria y un Banco Central propio, el pequeño tamaño de su economía en la que el volumen de ahorro extranjero “congelado” por la regulación es muy reducido en términos internacionales -lo que disminuiría la presión para su “liberación”-, la turbulenta coyuntura en los mercados de deuda de la zona euro desde 2010 que quizá desvíe la atención de los inversores de Islandia y su regulación o el apoyo expreso del IMF a la política de Islandia para afrontar la salida de la crisis.

PIB y del 300% del PIB respectivamente (Benediktsdóttir et al., 2011, pp. 22–23), se reduzca a partir de diciembre de 2010 en un 12% del PIB para hogares y en un 50% del PIB para empresas (International Monetary Fund, 2012i, p. 19, 2012j; Ólafsson y Vignisdóttir, 2012).⁸²

En segundo lugar, la política fiscal se hace más progresiva desde 2008 (Ólafsdóttir y Ólafsson, 2014, p. 75; Ólafsson, 2011b, p. 2,24). En cuanto a la recaudación, se modifica el IVA pero también los impuestos directos sobre rentas del trabajo, beneficios, rentas financieras y patrimonio. Por el lado del gasto se incrementan las pensiones mínimas para jubilados y discapacitados, el subsidio mínimo de desempleo y el salario mínimo, mientras disminuyen algo las pensiones a los grupos de mayor ingreso.

Las políticas mencionadas habrían contribuido a que la renta disponible de las familias aumentara entre 2008 y 2010, sobre todo en los deciles de población de menor ingreso (Ólafsson, 2011b, p. 23), y el índice de Gini alcanzase en 2010 un valor de 0,25 cuando en 2007, justo al final del auge financiero, se situaba en 0,43 (0,30 sin contar las rentas financieras) (Ólafsdóttir y Ólafsson, 2014, p. 91). El hecho de que Islandia se haya hecho menos desigual en la escasez relativa que atraviesa a partir del colapso de sus bancos es sin duda un rasgo distintivo muy importante en comparación con otras experiencias recientes de países que afrontan contextos de crisis a partir de 2008 en el entorno europeo (Aguirre y Alonso, 2012, p. 99).

El escenario económico y social que se ha descrito, en franca mejoría a partir de la gravísima situación existente a finales de 2008, no habría sido posible sin la regulación de flujos de capital aplicada, que al estabilizar el tipo de cambio otorga un importante margen de maniobra al Gobierno. No solo facilita el abaratamiento de la financiación del déficit público, como ya se ha señalado, sino que también permite la relajación de la política monetaria. Este segundo elemento, que se ha destacado ya como factor causal de la reducción de los tipos de la deuda pública, tiene también relevancia directa porque apoya la recuperación facilitando el abaratamiento del crédito privado doméstico, algo que señalan reiteradamente el Gobernador del CBI Gudmunsson (2013b, p. 6, 2013c, p. 3, 2012a, p. 33, 2012b, pp. 5–6, 2011a, 2010, p. 4) y también el

82 Por encima de las renegociaciones y las quitas que eliminan la deuda que supere el 110% del valor de la propiedad hipotecada, el factor más determinante en esta reducción habría sido la decisión judicial que declara ilegales las hipotecas indexadas al tipo de cambio (International Monetary Fund, 2012i, p. 19, 2012j; Ólafsson and Vignisdóttir, 2012). Sin embargo, las cuestiones del sobreendeudamiento privado y las iniciativas para mitigarlo no están ni mucho menos cerradas, como demuestra que en 2014 se pone en marcha una nueva iniciativa de alivio de deuda que plantea disminuir la deuda de los hogares en un 8% del PIB, mediante una combinación de subida de impuestos a los bancos y retiradas de ahorros exentas de impuestos de los planes de pensiones por parte de los ahorradores (International Monetary Fund, 2014c, p. 46).

IMF (2011h, p. 16).

El margen de maniobra proporcionado por la regulación de flujos de capital habría permitido al Gobierno avanzar notablemente en tres ámbitos de política potencialmente conflictivos, como son recapitalizar el sector bancario, iniciar una senda de sostenibilidad de las cuentas públicas en el medio plazo y mantener e incluso reforzar los principales pilares del estado de bienestar, hechos que de nuevo son destacados por Gudmunsson (2012a, p. 33, 2012b, pp. 5–6, 2012c) y por el IMF (2015, p. 4,18).

7.6. La regulación de Islandia en perspectiva

7.6.1. Endurecimiento de la regulación muy intenso, rápido y duradero

Islandia se convierte a partir de 2008 en uno de los países del mundo con mayores restricciones a los flujos de capital. El índice de Fernández *et al.* (2015a, 2015b) señala a Islandia como uno de los doce países del mundo con mayores restricciones a los flujos de capital entre 2009 y 2013 y el único de la OECD entre los 29 primeros países del ranking. Análogamente, según el índice de Chinn e Ito (2012, 2008) Islandia forma parte de la tercera categoría de países con mayores restricciones a estas transacciones entre 2008 y 2012.⁸³

La intensidad de la regulación de Islandia también es destacable en términos históricos. Según Fernández *et al.* (2015a), las restricciones que impone Islandia a las salidas de capital, tanto si suponen desinversión de capital extranjero en Islandia como si suponen inversión en el extranjero de ahorro islandés, serían más intensas que las de Malasia a finales de los noventa y principios de los dos mil, mientras que las restricciones a las entradas de inversión serían solo un poco más leves que las impuestas por Chile entre 1995 y 1999. Pero cabe recordar que Chile no alcanza ni mucho menos a principios de los noventa un grado de liberalización financiera comparable al que presenta Islandia a principios de los dos mil, muy parecido al de Alemania o Reino Unido y solamente un poco inferior al de Estados Unidos. Durante el periodo 1970-2012, para encontrar países con mayores restricciones a los flujos de capital que Islandia y similar nivel de renta hay que remontarse a los casos de Francia, Reino Unido e Italia a principios de los años setenta, antes de que comenzaran a liberalizar sus cuentas financieras (Chinn y Ito, 2012).

⁸³ Ambos índices están elaborados a partir de los datos del *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) del IMF.

También es muy destacable la rapidez con la que Islandia endurece su regulación entre 2008 y 2009, que no admite comparación con ninguna de las experiencias de los 100 países en el periodo 1995-2013 que se consideran para construir el índice de Fernández *et al.* (2015a). De forma similar, según Chinn e Ito (2012) solo habría 11 de los 182 países que se consideran para elaborar este índice que en algún momento del periodo 1970-2012 aplican endurecimientos en su regulación de flujos de capital entre un año y el siguiente más intensos que el de Islandia entre 2007 y 2008, siendo Holanda entre 1974 y 1975 el único país de renta alta del grupo.

Por último, Islandia mantiene la elevada intensidad de su regulación durante un periodo de tiempo que tampoco tiene precedente en un país que tuviera un cierto grado de liberalización en su cuenta financiera. Tomando de nuevo el índice de restricción agregada de Fernández *et al.* (2015a), puede calcularse su valor acumulado a lo largo de periodos de 5 años consecutivos. De los 16 países que en algún periodo de cinco años consecutivos entre 1995 y 2013 presentan un valor acumulado del índice mayor que el de Islandia, solamente hay tres de renta alta -Polonia, Chipre y Chile-, pero sus intensas restricciones nunca se producen después de periodos de notable liberalización, sino siempre antes.

En definitiva, la regulación de los flujos de capital que aplica Islandia reactivamente tras su colapso bancario es muy destacable por su intensidad, por la rapidez con la que dicha intensidad se alcanza y también por su duración, en comparación con las principales experiencias de regulación de que hay constancia desde los años setenta. Si además se tiene en cuenta el nivel de renta y el grado de liberalización de la cuenta financiera previo a la introducción de las restricciones, puede decirse que la experiencia de Islandia no tiene precedentes.

7.6.2. El margen legal para la regulación de flujos de capital en Islandia

La regulación de flujos de capital islandesa es controvertida en relación al marco legal del IMF. Las medidas que se establecen en diciembre de 2008 son consistentes en la letra con los artículos normativos de pertenencia al IMF (Central Bank of Iceland, 2008d; Viterbo, 2011, p. 222), ya que, como razona Islandia al solicitar la asistencia de emergencia del IMF en noviembre de 2008, las medidas son de carácter temporal, se implantan para salvaguardar la estabilidad de la balanza de pagos, no son discriminatorias y no suponen restricciones para las operaciones derivadas de transacciones corrientes (International Monetary Fund, 2008b, p. 44).

Ahora bien, el hecho de que los tenedores de bonos emitidos por no residentes, los *Glacier Bonds*, no puedan repatriar los intereses de su inversión, algo que se aplica de facto desde principios de 2009 y que se incluye formalmente en la regulación a partir de octubre de ese año, constituye una restricción de un pago asociado a una transacción corriente. Eso ya supone el incumplimiento de uno de los principios básicos que establecen los Artículos de pertenencia al IMF, pero además existe el agravante añadido del trato discriminatorio hacia unos determinados inversores, pues solamente un tipo de bonos, los emitidos por no residentes, sufren esta restricción (Viterbo, 2011, pp. 223–225, nota 50).

Sin embargo, en 2009 el IMF (2009, p. 14) da el visto bueno a la regulación justificándola como necesaria para la estabilidad de la balanza de pagos, e insistiendo en su carácter temporal y no discriminatorio, a pesar de que, como señala Viterbo (2011, pp. 224–225), ya en esos momentos la discriminación de los tenedores de bonos en ISK *off-shore* es más que evidente. En 2012 el IMF (2012i, p. 18) reconoce la existencia de ciertas restricciones a operaciones corrientes, pero de nuevo las justifica por su utilidad para la esencial tarea de “*hacer cumplir los controles*”.⁸⁴

El apoyo del IMF a la regulación islandesa puede entenderse bastante bien como una cuestión de pragmatismo. A finales de 2008 el IMF está de acuerdo en que, tal y como propone Islandia, una severa regulación cambiaria es necesaria para sostener coyunturalmente al tipo de cambio. Una vez que el programa de asistencia de emergencia está en marcha y que la estrategia islandesa ha sido refrendada por el IMF, esta institución se convierte en uno de los principales interesados en su éxito, y por ello podría haber decidido mantener su apoyo a dicha estrategia entendiendo que era la mejor opción de proteger al tipo de cambio y sustentar así la recuperación económica. El IMF obviaría, en virtud de este pragmatismo, las dos cuestiones más controvertidas de la regulación de Islandia: que se restrinjan de forma discriminatoria algunas operaciones corrientes y que la regulación se convierta de facto en una política de medio plazo, a pesar de que Islandia insiste en su carácter temporal tanto en su solicitud de asistencia al IMF en 2008 (International Monetary Fund, 2008b, p. 44) como en el primer esbozo de planificación para la retirada de la regulación que se remonta a 2009 (Central Bank of Iceland, 2009c).

Igualmente controvertido es el encaje de la regulación islandesa en el marco normativo

⁸⁴ Llama la atención el razonamiento del IMF, primero porque sigue obviando la cuestión de la discriminación, pero sobre todo porque parece sugerir que las restricciones a algunas transacciones corrientes son introducidas para que la regulación ya en vigor se cumpla, cuando de hecho no tapan ningún resquicio legal de la regulación anterior, sino que amplían su cobertura para afectar a una transacción antes no restringida a fin de proteger de forma eficaz el tipo de cambio.

del EEE, cuyas autoridades aprueban explícitamente la regulación aprobada en 2008 como una medida excepcional de emergencia (Gudmundsson, 2012b, p. 7), y esta posición no es revisada posteriormente a pesar de que la discriminación de los tenedores de bonos *off-shore* puede interpretarse como contraria al marco legal del EEE (Viterbo, 2011, pp. 234–235). La benevolencia del EEE podría explicarse hasta cierto punto por el apoyo constante que Islandia logra del IMF.

Una última cuestión interesante es si Islandia habría gozado del margen legal necesario para aplicar una regulación preventiva a los flujos entrantes de capital entre 2003 y 2008. Un estudio detallado escapa del alcance de este trabajo, pero de los análisis de Viterbo (2011, pp. 228–235) y Milne (2014, pp. 78–83) en cuanto a los marcos legales del EEE y la OECD respectivamente puede deducirse que existe en ellos espacio para regular la cuenta financiera, aunque la holgura existente para la interpretación de la norma dificulta saber con precisión qué tipo de medidas y en qué contexto serían consideradas completamente aceptables. Lo cierto es que la regulación reactiva de Islandia, muy restrictiva y además discriminatoria, ha sido aceptada tanto por el EEE como por la OECD. Sin duda la excepcionalidad del contexto de crisis que atraviesa Islandia tras su colapso bancario tiene que ver en este hecho, pero la sensación es que aunque no sea posible determinar con seguridad cuál habría sido el margen existente para regular preventivamente, dicho margen existía y probablemente habría permitido a Islandia tomar al menos alguna medida de carácter preventivo, cosa que no hace.

7.6.3. Agilidad adaptando la regulación para garantizar su eficacia

La regulación de flujos de capital islandesa se adapta con relativa rapidez a partir de finales de 2008 para solventar los obstáculos que encuentra para ser eficaz. Tanto las opciones de evasión que existen para los inversores residentes y no residentes como la amenaza que supone para la divisa la repatriación de pagos por intereses derivados de los bonos en ISK *off-shore* se atajan modificando la regulación a lo largo de su primer año de vigencia.

Posteriormente, entre finales de 2009 y finales de 2014, no parece haber evidencia en la literatura académica o institucional de nuevas vulnerabilidades, lo que querría decir que las autoridades habrían conseguido ajustar la regulación para que fuera eficaz con relativa rapidez. El análisis realizado sugiere al menos cinco elementos que serían relevantes para comprender este fenómeno.

El primer factor a considerar es el tipo de regulación aplicada, basada en prohibiciones de muy amplia cobertura. Cuando el nivel deseado de regulación es el de la prohibición -la restricción en grado máximo- las autoridades se ahorran la compleja tarea de ajustar la intensidad de las medidas de forma paulatina hasta encontrar su nivel óptimo. Esta cuestión consume mucho tiempo en el caso de medidas menos intensas como restricciones parciales o impuestos, y eso puede suponer retrasos hasta que la regulación alcanza su máxima eficacia porque usualmente existe siempre el riesgo de quedarse demasiado corto en cuanto a intensidad. La existencia de este riesgo es consustancial a la elección de medidas más livianas, que de hecho se adoptan cuando se estima preferible aplicar una regulación demasiado leve que incurrir en un exceso de dureza. En el caso de Islandia no se da esta circunstancia y la regulación tiene desde el principio la máxima intensidad posible, con lo que su eficacia depende solamente y desde el primer momento de que se cumpla lo establecido, tarea en la que las autoridades pueden volcar todas sus energías.

Por otra parte, la regulación islandesa tiene ya desde su implantación inicial una amplísima cobertura, afectando a todas las operaciones de compra de divisas de naturaleza no corriente. Los circuitos para evitar esta regulación existen, pero son limitados y relativamente fáciles de identificar, pues requieren siempre una conexión fraudulenta con una vía legal de entrada de divisas, ya sea importación, exportación o inversión inmobiliaria en el exterior. En la medida en que estas dinámicas implican siempre un comportamiento irregular por parte de algún agente, parece más difícil que se produzcan de forma masiva. De hecho, la principal amenaza para la estabilización cambiaria a la que pretende contribuir la regulación no viene de los circuitos para evadir esta política, sino de la repatriación de intereses de los bonos *off-shore*, unas transacciones de naturaleza corriente que inicialmente no están restringidas.

Un segundo factor que explica la eficacia de la regulación es la capacidad de las instituciones. Aunque Islandia carece de experiencia a finales de 2008 en la aplicación de restricciones cambiarias, lo cierto es que sus instituciones parecen aprender rápidamente. A ello contribuye probablemente que, como una de las economías de mayor renta per cápita del mundo, posee una burocracia pública profesional y capacitada y puede dotarse del asesoramiento y los nuevos recursos humanos y técnicos que precise para realizar el seguimiento del mercado cambiario, de las operaciones bancarias, de las exportaciones y las importaciones. El ámbito de las capacidades institucionales es señalado como una de las principales debilidades del país durante la burbuja, pero no parece serlo, o al menos no de forma muy relevante, en el ámbito de la regulación de flujos de capital a partir de 2008.

La competencia administrativa del Estado en una economía muy desarrollada y por lo tanto muy formalizada sustenta también la contribución de la regulación de flujos de capital al abaratamiento de la financiación pública. Dicho efecto solo es posible porque el ahorro que no abandona el país, gracias a la regulación de la inversión, se mantiene en un grado suficiente dentro de la economía formal, lo que permite que una parte importante del mismo acabe invertida en activos de deuda pública. El hecho de que no cobre auge la economía sumergida, que habría permitido que el ahorro “atrapado” hubiese encontrado vías de rentabilización opacas para las autoridades, es también sintomático de la solvencia del sistema institucional.

El tercer factor que vale la pena considerar es el pequeño tamaño de la población islandesa, poco más de 300.000 habitantes. Este hecho facilita la supervisión del cumplimiento de la regulación, pues el seguimiento de los ámbitos de la economía relevantes para las dinámicas que permiten evadir las restricciones –exportaciones, importaciones, viajes al extranjero, compras de vivienda en el exterior- supone probablemente un volumen de trabajo relativamente manejable.

El cuarto factor es el compromiso de las autoridades de Islandia con la regulación. Las competencias en esta materia pertenecen por completo al CBI, pero es el Parlamento el que, por iniciativa del Gobierno, le otorga dichas competencias en noviembre de 2008. Adicionalmente, aunque es el CBI quien introduce los principales ajustes en la regulación de flujos de capital durante 2009 para asegurar su eficacia, también el Gobierno tiene un papel muy relevante en este proceso, modificando la legislación que afecta a los exportadores y la forma en la que declaran los importes que ingresan por sus actividades y se dificulta así una de las más importantes vías potenciales de evasión.

El quinto y último elemento que se quiere destacar es el apoyo del IMF, sin cuya asistencia financiera la estrategia que Islandia plantea en 2008 para superar la crisis probablemente hubiera sido inviable. Adicionalmente, el IMF no modifica su apoyo cuando la regulación de flujos de capital se alarga en el tiempo y se endurece limitando de forma discriminatoria la repatriación de intereses para los tenedores de bonos *off-shore*. Este hecho dota a Islandia de un margen diplomático muy notable entre 2008 y 2012, algo muy necesario en un periodo en que las presiones del Reino Unido y Holanda para que Islandia acepte devolver a estos países el importe de los depósitos *Icesave* es muy elevada.⁸⁵ Por último, también es posible, aunque no haya

85 El Tribunal de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) determina en enero de 2013 que Islandia no incumplió el marco legal al que estaba sometido como país miembro del EEE al no dar garantía soberana a los depósitos de las cuentas *Icesave* (Financial Times, 2013). Para un breve repaso del contencioso *Icesave* hasta 2012 véase el documento del IMF (2012c, p. 7). Discusiones en profundidad del caso desde el ámbito jurídico,

evidencia explícita de este hecho en la literatura, que el IMF haya contribuido con asesoramiento técnico a la exitosa adaptación de la regulación islandesa durante 2009.

7.6.4. *¿Fue acertada la regulación reactiva? Los costes de la regulación de flujos de capital en Islandesa*⁸⁶

Una perspectiva completa de la experiencia islandesa regulando reactivamente los flujos de capital requiere analizar no tan solo la contribución de su regulación a la recuperación de la economía tras el colapso bancario de 2008, sino también sus costes, siendo como mínimo cinco las cuestiones que pueden discutirse en este ámbito.

El primer coste de la regulación de Islandia es que desincentiva la entrada de ahorro externo en la economía en la medida en que impide la posterior desinversión, y ello podría minar la financiación pública y privada. Este efecto es indudable aunque imposible de cuantificar, pero hay que recordar que al mismo tiempo la regulación contribuye a que un volumen sustancial de ahorro tanto interno como externo sostenga la financiación del presupuesto público a un coste cada vez más asequible. Islandia ha evitado una crisis de financiación pública, aunque quizá al precio de penalizar en alguna medida la inversión privada doméstica, que no se ve nutrida por nuevo ahorro. Es imposible saber cuál de los dos efectos domina, pero la relativamente buena situación de Islandia en 2015 sugiere que el probable desincentivo a la inversión externa no es un problema acuciante, mientras parece haber sido una ventaja palpable que el coste de la financiación pública haya sido cada vez más moderado.

El segundo coste a discutir es la pérdida de eficiencia en las asignaciones de cartera de los inversores afectados por la regulación, que se verían obligados a mantener activos denominados en ISK cuando quizá su deseo sería otro. El alejamiento del óptimo microeconómico es evidente desde el punto de vista de cada inversor individual. Ahora bien, no parece razonable deducir de aquí, mediante una agregación automática y simple, que lo óptimo para la economía islandesa tras el colapso bancario habría sido dejar que cada agente sacara libremente sus ahorros de Islandia, pues esto hubiera conducido probablemente a una salida masiva de capitales con el consiguiente desplome del tipo de cambio o el agotamiento de las reservas de divisas.

antes y después de la decisión del tribunal de la AELC, pueden encontrarse en los trabajos de Elvira Méndez-Pinedo (2013, 2011), mientras Bergmann (2014) ofrece un relato muy completo de todo el contencioso, con especial atención a sus connotaciones políticas.

86 El contenido de este subepígrafe se basa en buena parte en el trabajo previo de Aguirre (2014) ya publicado.

La búsqueda del óptimo individual habría tenido posiblemente efectos devastadores macroeconómicamente. En suma, una vez producido el colapso bancario los costes del ámbito microeconómico que comporta la regulación parecen de mucha menor importancia que el coste agregado que se logra evitar con su aplicación.

El tercer coste potencial es que una regulación de flujos de capital tan restrictiva protege por completo al Gobierno del diagnóstico de los inversores externos sobre sus políticas. Así, un Gobierno poco sensato tendría más fácil continuar aplicando políticas irresponsables que serían imposibles de mantener si los capitales tuviesen la capacidad de entrar y salir libremente del país. Cabría en primer lugar dudar de que la libertad de entrada y salida de capitales tenga necesariamente este efecto disciplinador, pues de hecho no se produce en Islandia entre 2003 y 2008, cuando las irresponsables políticas de regulación bancaria que aplican las autoridades en modo alguno son penalizadas por los inversores a pesar de que existe libertad casi total de flujos desde y hacia Islandia. El temor genérico a que un Gobierno protegido por la regulación de flujos de capital actúe de forma irresponsable tampoco sería aplicable al caso islandés, pues desde 2009 las políticas públicas islandesas parecen bastante razonables y notablemente exitosas en muchos ámbitos. Todo esto sugiere que la regulación de la inversión internacional se habría utilizado en el caso de Islandia para poner en práctica políticas aceptablemente sensatas tras un colapso financiero de grandes dimensiones, y no tanto para sostener actuaciones irresponsables.

El cuarto coste a considerar es la corrupción que una estricta regulación de flujos de capital puede potencialmente inducir en la administración encargada de su aplicación, o como mínimo el margen del que goza el Gobierno para llevar a cabo una política industrial poco o nada transparente, mediante la concesión discrecional de exenciones y tratos de favor a ciertos agentes (Danielsson y Arnason, 2011). Tanto la corrupción como la supuesta política industrial que puede no ser sino amiguismo parecen de nuevo temores genéricos que, por la literatura repasada, no habrían constituido en Islandia problemas de envergadura. Pero aunque lo hubieran sido, ello no sería necesariamente una razón para desaconsejar la aplicación de la regulación de la inversión internacional, sino más bien para justificar que se utilizaran recursos adecuados con que atajar estos comportamientos perjudiciales.

La quinta y última cuestión a discutir es el coste de oportunidad derivado de la aplicación de la regulación. Habría en primer lugar un coste de oportunidad si esta política no fuera demasiado eficaz pero absorbiera importantes recursos administrativos y económicos que trataran infructuosamente de asegurar su cumplimiento. Pero éste no es el caso de Islandia, pues la regulación parece cumplir

sus objetivos. Otro coste de oportunidad se derivaría de los esfuerzos que algunos agentes dedican a evadir las restricciones y no a otros usos más productivos, algo que hasta cierto punto habría ocurrido en Islandia, como muestra la adaptación de la regulación a lo largo de 2009 para cerrar circuitos de evasión. Pero parece de nuevo poco razonable sugerir el abandono de la regulación de flujos de capital porque hay quien quiere evadirla, al igual que no parecería sensato abogar en términos abstractos por la eliminación de la política impositiva porque induce un coste derivado de que algunos agentes tratan de defraudar a la administración tributaria. En el caso de Islandia, la respuesta ante los intentos de evasión habría sido la más razonable, adaptando la regulación para evitar estos comportamientos.

En suma, parece indudable que la regulación reactiva que aplica Islandia puede haber comportado costes, pero o bien parecen poco relevantes o bien serían claramente inferiores a los costes que probablemente hubiera supuesto la alternativa de no regular. Sin las restricciones cambiarias aplicadas a partir de octubre de 2008, la quiebra de los bancos hubiera provocado muy probablemente una mayor depreciación de la divisa, comprometiendo adicionalmente la ya delicada situación de los balances de hogares y empresas, así como de sus prestatarios los bancos. Posiblemente la reactivación económica se habría demorado aún más, partiendo de un escenario todavía más deteriorado, y adicionalmente el Gobierno no hubiera contado con la posibilidad de financiar su déficit a un coste cada vez menor, lo que hubiera obligado a abandonar importantes políticas públicas para no comprometer la solvencia soberana.

El hecho de que la regulación de flujos de capital haya sido eficaz y útil minimiza aún más la relevancia de sus costes frente a los beneficios que ha proporcionado, pero independientemente de este análisis a posteriori, parece claro que la regulación reactiva de los flujos de capital es la opción más razonable para Islandia en el escenario que se abre tras el colapso de sus bancos.⁸⁷

7.6.5. La retirada de la regulación de flujos de capital

El controvertido encaje que tiene la fuerte regulación de flujos de capital de Islandia en

⁸⁷ Danielsson y Arnason (2011) argumentan fuertemente en sentido contrario, afirmando que la extraordinaria dureza de la regulación, que violaría claramente los derechos civiles de la ciudadanía, no se justificaría en términos económicos pues el temor a una salida masiva y desordenada de los inversores tras el colapso bancario sería infundado. Según estos autores, los inversores sabrían que esa opción hubiera implicado pérdidas cuantiosas, lo que les habría llevado a esperar a la recuperación económica y la estabilización del tipo de cambio antes de tomar decisiones de reasignación de sus carteras. La experiencia histórica no parece sustentar el argumento anterior, pues los inversores no suelen mantener la calma tras un shock financiero contribuyendo a atenuar la inestabilidad, sino que habitualmente la amplifican con sus decisiones, adoptadas en contextos de gran incertidumbre e información muy deficiente.

los marcos legales del IMF, el EEE o la OECD sugiere que a medio plazo esta política tenderá a suavizarse y, probablemente, a desaparecer. Ahora bien, no está nada claro cómo se llevará a cabo este proceso, que el Gobernador del CBI Gudmundsson (2013b, p. 8, 2012a, pp. 24–25, 2012b, p. 5) califica como muy complejo y que constituye el mayor desafío pendiente para Islandia según el IMF (2013f, p. 3).

El problema de la retirada de la regulación es que podría amenazar la estabilidad de la balanza de pagos y del tipo de cambio, pues previsiblemente desencadenaría una fuerte demanda de divisas (Baldursson y Portes, 2013; International Monetary Fund, 2014c, pp. 50–52, 2013f, p. 3). En primer lugar, hay deudas que los bancos quebrados en 2008 -aún en proceso de liquidación- tienen con acreedores extranjeros por un volumen equivalente al 40% del PIB. En segundo lugar, los inversores no residentes tienen un volumen de ahorro equivalente al 18% del PIB invertido en activos muy líquidos en moneda islandesa, lo que hace pensar que una parte importante de dicho ahorro saldría de Islandia en cuanto fuera posible comprando divisas.

Por último, el IMF estima un flujo potencial de salida de capitales de entre el 20% y el 45% del PIB en cuanto se retiren las restricciones fruto de la reasignación de cartera que llevarían a cabo los ahorradores islandeses que durante la vigencia de la regulación se han visto obligados a mantener su ahorro en activos en ISK. Considerando las tres fuentes mencionadas, la demanda de divisas potencial tras la retirada de la regulación se estima en 2014 entre el 80% y el 105% del PIB (International Monetary Fund, 2014c, p. 50).

El CBI (2009c) esboza por primera vez en 2009 su estrategia para retirar la regulación de la inversión internacional en 2009, y la desarrolla con más detalle en un documento de 2011 que aún sirve de referencia a principios de 2015 (Central Bank of Iceland, 2011). El plan se centra en reducir el volumen de activos líquidos en manos de no residentes, una tarea que se habría acometido principalmente atrayendo inversores extranjeros interesados en activos de largo plazo en ISK. Esta entrada de inversión proporcionaría las divisas que son ofrecidas en subasta a los inversores más impacientes por deshacerse de sus activos en ISK y salir de Islandia. El efecto agregado de esta estrategia habría sido bastante limitado hasta 2014, con lo que el potencial exceso en la demanda de divisas si la regulación se retirase apenas se habría reducido desde 2011 (International Monetary Fund, 2014c, pp. 50–52).

A partir de 2013, la buena coyuntura económica y el énfasis que el renovado Gobierno -surgido de las elecciones a principios de ese año- parece poner en esta cuestión (Benediktsson, 2015, 2014, p. 2) sugieren un cierto aceleramiento del proceso de

liberalización, que es detectado y bienvenido por el IMF a principios de 2015 (International Monetary Fund, 2015, p. 14) aun advirtiendo de la necesidad de ser muy cautelosos, como también señala Gudmunsson (2014), Gobernador del CBI. En cualquier caso, a principios de 2015 la hipotética retirada de la regulación de flujos de capital en vigor desde octubre de 2008 sigue rodeada de una gran incertidumbre.

7.6.6. Regulación reactiva frente a regulación preventiva

Las importantes disfunciones en la regulación financiera que presenta Islandia entre 2003 y 2008 contribuyen a explicar en gran medida la acumulación de riesgos en la economía y el colapso final de su sistema bancario. Para haber intentado evitar estos problemas, probablemente Islandia debiera en primer lugar haber regulado de forma solvente la actividad bancaria ordinaria, otorgando a los supervisores el poder y los recursos adecuados para detectar y evitar las prácticas irregulares e irresponsables en la concesión de créditos de todo tipo. Pero también hubiera sido muy útil aplicar adicionalmente una política de regulación preventiva sobre los capitales entrantes, por ejemplo con el fin de evitar la excesiva acumulación de riesgo de liquidez por pasivos bancarios de corto plazo en divisas.

Islandia renuncia a esta política preventiva entre 2003 y 2008, cuando constituye tan solo una de las múltiples alternativas disponibles para las autoridades. Tras el colapso bancario, en cambio, la regulación reactiva de capitales parece ser la única opción posible, y gracias en parte a que es muy restrictiva lo cierto es que logra ser eficaz protegiendo el tipo de cambio y contribuyendo a la recuperación del país.

Ahora bien, el diagnóstico positivo respecto a la regulación reactiva como impulsora de la recuperación que se defiende en este trabajo no evita que dicha política deba considerarse como una opción de política económica muy inferior a la regulación preventiva que no se adoptó en su momento, lo cual se puede justificar mediante al menos dos argumentos. El primero es que la regulación reactiva es meramente paliativa, permitiendo contener los daños causados por el colapso y mejorando claramente las perspectivas de recuperación. Pero esta regulación opera en un contexto que ya ha sido sacudido por un shock financiero de grandes dimensiones, y cuyas consecuencias más importantes en términos de destrucción de riqueza y capacidad productiva no pueden revertirse una vez producidos. La regulación preventiva, por el contrario, hubiera tenido como aspiración evitar dichos daños, y aunque hubiera sido solo parcialmente exitosa eso ya supondría probablemente un mejor escenario para Islandia que el del colapso bancario de octubre de 2008.

El segundo argumento es que el éxito atribuible a la regulación reactiva de capitales podría ser simplemente un efecto pasajero. De hecho es éste el temor que justifica la extrema cautela con la que las autoridades abordan el proceso de retirada de la regulación. Como razona el IMF (2013f, p. 3), si la eliminación de las restricciones induce finalmente los flujos de capital intensos y desordenados que se lograron evitar tras la quiebra bancaria, el tipo de cambio depreciado pero estable que ha constituido un importante motor de la recuperación podría colapsar, generando importantes problemas a los todavía fuertemente endeudados hogares y empresas así como a sus prestatarios los bancos (Benediktsdottir et al., 2011, p. 28).

Por lo tanto, existe la posibilidad de que una parte de los costes que la regulación de flujos de capital logra evitar tras el colapso bancario de 2008 hayan sido simplemente aplazados hasta que dicha regulación sea retirada. Aun así cabría atribuir a esta política la virtud de haber permitido al país ganar tiempo y recomponer su economía para asumir esos costes, si se da el caso, en una mejor disposición que en 2008. Pero eso no alivia la incertidumbre que afecta a todo el proceso de recuperación económica de Islandia, saludable y aparentemente sólido a principios de 2015, pero frágil en el fondo ya que podría desvanecerse como un espejismo, al menos en cierta medida, tan pronto como se levante la regulación de flujos de capital que lo ha sustentado (Aguirre, 2014, p. 507). Esta incertidumbre respecto a la permanencia de los hasta ahora positivos efectos es también una clara desventaja de la regulación reactiva frente a la preventiva.

Una política útil de regulación preventiva de flujos entrantes sin duda hubiera sido compleja tanto en su diseño como en su aplicación. Y de ninguna forma es posible asegurar que dicha regulación, incluso sumándose a una supervisión bancaria solvente, hubiera sido eficaz para evitar el colapso de sus bancos, sobre todo porque el contexto en los mercados financieros tras al colapso de Lehman Brothers habría sido en cualquier caso amenazador para Islandia. Pero de haberse adoptado como un elemento más de una regulación financiera más responsable, la regulación preventiva de capitales habría contribuido a que Islandia tuviera más oportunidades de evitar el colapso de 2008, y eso la convierte claramente en una opción mejor que la actuación a posteriori cuando el colapso ya se ha producido.

7.6.7. Por qué Islandia no regula preventivamente

Con la perspectiva que da el tiempo es cierto que resulta fácil, y puede argumentarse que es de poca utilidad, discutir que tal o cuál política hubiera sido más adecuada en el

caso de Islandia que aquella que se adoptó. Pero de acuerdo a lo discutido en este trabajo, lo cierto es que las señales de alarma en Islandia parecen muy claras desde 2006 y probablemente ya lo fueran desde 2004 o 2005 para quien tuviera interés en detectarlas. Es por ello que la inacción de las autoridades islandesas a la hora de adoptar medidas preventivas, incluyendo aunque ni mucho menos en exclusiva la regulación preventiva de flujos de capital, parece deberse a una combinación de falta de interés e incapacidad, pero en ningún caso a que no hubiera evidencia que sugiriera la necesidad de hacer algo respecto al comportamiento del sistema financiero. Si se tiene en cuenta, además, que los marcos legales de la OECD y el EEE parecen dejar margen, aunque bien es verdad que no muy bien delimitado, para adoptar al menos ciertas medidas de este tipo, parece interesante discutir los motivos que explican que las autoridades de Islandia ni siquiera se plantearan adoptar una regulación preventiva de capitales entre 2003 y 2008.

De entre todas las interesantes dimensiones de análisis que surgen alrededor de esta cuestión, este último subepígrafe se centra en cómo el convencimiento fuertemente arraigado en la clase política islandesa favorable a la liberalización y desregulación financieras permanece aparentemente intacto hasta poco antes del colapso bancario. Como mínimo en cuanto al discurso público, entre 2003 y 2008 se asiste en el caso de Islandia a un ejercicio de autoafirmación constante sobre la conveniencia de la expansión del negocio bancario por parte de la élite política, que cuenta con un importante respaldo de analistas de los mercados financieros, de instituciones islandesas e internacionales así como del mundo académico, ámbitos desde los que se elevan escasas voces críticas, que en muchas ocasiones son además bastante tímidas. No se pretende ahondar en un ámbito que no constituye una parte central del objeto de estudio, pero sí ilustrar y completar el estudio de caso señalando aspectos ideológicos y políticos que resultan muy relevantes para comprenderlo.

La liberalización y desregulación del sector financiero islandés desde finales de los noventa constituye una idea muy definida en una facción de la clase política islandesa que llega en esos años al poder con el objetivo explícito de convertir a Islandia en un centro financiero internacional (Benediktsdottir et al., 2011, p. 7). Adicionalmente se reserva a los bancos domésticos un papel primordial en esta dinámica, algo que requiere la ampliación de su ámbito de negocio. A esta finalidad se dedican importantes esfuerzos políticos al menos en tres ámbitos.

En primer lugar, es relevante el ingreso de Islandia en el EEE en 1994 (Gudmundsson, 2013a, 2011b; Jännäri, 2009, pp. 13–21), pues otorga a los bancos islandeses el “pasaporte europeo” con el que competir en igualdad de condiciones en el mercado

único (Benediktsdottir et al., 2010a, p. 19). En segundo lugar, entre 1998 y 2003 se promueve desde el Gobierno un proceso acelerado de concentración y privatización del sistema bancario tras el cual los tres principales bancos quedan bajo el control de las familias políticas y económicas más importantes del país (Benediktsdottir et al., 2011, p. 7; Jännäri, 2009, pp. 13–21; Wade y Sigurgeirsdottir, 2010, p. 12), y son gestionados por personas absolutamente amantes del riesgo (Gudmundsson, 2013a, 2011b). Por último, a partir de 2003 se permite que los bancos compitan en el mercado hipotecario doméstico que antes les estaba vedado (Jännäri, 2009, pp. 13–21; Sighvatsson et al., 2011, p. 4).

A partir de 2003, el modelo económico fuertemente basado en la expansión exterior de los bancos recibe un apoyo sin fisuras por parte de la clase política islandesa (Árnason, 2010, pp. 103–105; Benediktsdottir et al., 2011, pp. 7–10). Quizá el ejemplo más representativo de esta actitud lo constituye el Presidente de la República, Ólafur Ragnar Grímsson, con sus evocadoras alusiones a las raíces de la cultura vikinga como explicación del coraje y determinación de los emprendedores islandeses del siglo XXI (Grímsson, 2005), y a las civilizaciones clásicas de Atenas y Roma o las ciudades renacentistas de Florencia y Venecia como precedentes históricos que estarían a la altura de Islandia en cuanto a la grandeza de sus logros (Hunter Gordon, 2005).

A partir de 2006 surgen algunos cuestionamientos de la viabilidad del modelo islandés, pero con la notable excepción del muy crítico análisis del banco Dankse Bank (2006), se trata de alarmas bien bastante tímidas o que en cualquier caso se diluyen al cabo de poco tiempo. Hay entidades internacionales privadas del ámbito financiero que señalan riesgos y vulnerabilidades (Flannery, 2009, p. 97), pero algunas de estas mismas entidades contribuyen poco después a restaurar la confianza en los bancos islandeses devolviéndoles la máxima calificación crediticia (Gudmundsson, 2011a; Herbertsson, 2008, p. 4).

También el IMF (2006, pp. 19–23) señala la vulnerabilidad de los bancos por riesgos de liquidez, crédito y propiedad cruzada, pero con un tono general bastante positivo, algo destacado por Benediktsdottir et al. (2011, pp. 9–10), transmitiendo en cualquier caso la sensación de que las autoridades se ocupaban de estas cuestiones de forma adecuada.⁸⁸ La excesiva timidez con la que el IMF valora en sus informes las debilidades de Islandia es señalada incluso como un claro error de diagnóstico por la

⁸⁸ Según Wade y Sigurgeirsdottir (2011, pp. 61–62), la suavidad del informe del IMF (2006) habría sido el resultado de la presión del Primer Ministro y el Ministro de Finanzas de Islandia, que habrían intercedido para que dicho informe matizara mucho su lenguaje, cambiando por ejemplo el calificativo de los desequilibrios de Islandia de "staggering" (impactante o asombroso) por "remarkable" (destacable).

Oficina de Evaluación Independiente del propio IMF (Independent Evaluation Office, 2011, p. 17).

Junto con la timidez de las críticas, destaca el vigor con el que éstas son rebatidas en Islandia desde los ámbitos político, institucional y académico. La clase política de Islandia se muestra completamente impermeable a toda advertencia (Árnason, 2010, pp. 103–105; Benediktsdottir et al., 2011, pp. 7–10). Por ejemplo, distintos miembros del Gobierno continúan hasta solamente seis meses antes del colapso bancario con las loas al modelo islandés y también, cómo no, a la ancestral cultura vikinga en la que supuestamente se inspira (Benediktsdottir et al., 2011, pp. 8, n.9). Una actitud similar muestra la Alianza Socialdemócrata (Jännäri, 2009, p. 16), que en su acuerdo de legislatura de mayo de 2007 para gobernar en coalición con el conservador Partido de la Independencia afirma su compromiso de *“garantizar que [los servicios financieros] continúen creciendo aquí en Islandia y se expandan hacia nuevas áreas en otros mercados”* (Benediktsdottir et al., 2010b, p. 2; Wade y Sigurgeirsdottir, 2010, n. 20).

Las instituciones públicas islandesas, cuando se pronuncian al respecto, ofrecen igualmente una visión tranquilizadora de la situación, como hace el CBI (2008a, p. 3) al afirmar en mayo de 2008 -solo cinco meses antes de una de las mayores quiebras bancarias de la historia- que *“En el análisis publicado en [...] 2007, el Banco Central de Islandia concluyó que el sistema financiero era básicamente sólido. Esto no ha cambiado”*.

Por último, la solidez y viabilidad del modelo económico de Islandia, que ya había sido elogiada con fuerza en 2004 por un economista islandés con proyección internacional (Gissurarson, 2004), recibe a partir de 2006 un apoyo aún más decidido desde la academia. Se trataría de un apoyo inducido cuando Gobierno y sector bancario parecen interpretar que la incertidumbre creada por las voces de alarma que surgen sobre Islandia constituye simplemente una cuestión de política de comunicación y reputación, y que como tal debe ser solucionada contrarrestando las opiniones negativas con otras de signo opuesto (Wade y Sigurgeirsdottir, 2011, p. 62).

Es en este contexto en el que Arthur Laffer le resta importancia al sobrecalentamiento de la economía islandesa a la vez que elogia su reducción en la presión impositiva (Sverri, 2007; Wade y Sigurgeirsdottir, 2011, p. 62), y en el que distintos políticos islandeses, ya en 2008, organizan eventos en los que exhibir públicamente el apoyo de determinadas figuras académicas a fin de tranquilizar a la comunidad inversora (Árnason, 2010, p. 110; Wade y Sigurgeirsdottir, 2011, pp. 63–64). La Cámara de Comercio de Islandia se suma también a este esfuerzo por crear buena reputación

encargando dos informes en 2006 y 2007 (Mishkin y Herbertsson, 2006; Portes et al., 2007), donde reputados economistas como Frederick Mishkin y Richard Portes apoyan una visión de Islandia muy positiva, destacando alguna debilidad puntual pero ningún problema estructural, y en la que hay espacio para una defensa férrea de las instituciones islandesas, afirmándose por ejemplo respecto al ámbito de la supervisión bancaria que *“los supervisores prudenciales de Islandia son considerados como honestos y competentes. Su afirmación de que el sistema bancario de Islandia es seguro y sólido debería ser tomada al pie de la letra”* (Mishkin y Herbertsson, 2006, p. 42).

Una posible interpretación de todo lo expuesto es que el sector bancario, impulsado hacia la expansión y el rápido crecimiento por la iniciativa política, adquiere entre 2003 y 2008 una gran capacidad para marcar la agenda del Gobierno y el organismo supervisor bancario. Ello ayuda a entender la actuación de las autoridades en todas las fases de la burbuja financiera: primero la absoluta inacción que permite una acumulación descomunal de vulnerabilidades, y posteriormente una huida hacia adelante mezclada con incompreensión de la relevancia de lo que está ocurriendo una vez que ya empiezan a surgir voces de alarma. Como afirma el Informe de la SIC: *“Parece que tanto el Parlamento como el Gobierno carecieron del poder y del coraje necesarios para establecer límites razonables al sistema financiero”* (Benediktsdottir et al., 2010b, p. 17).⁸⁹

El Gobierno parece trabajar de hecho codo con codo con los bancos para lograr que instituciones, partidos políticos y la sociedad en general se impregnen de la idea de que el modelo económico del país entre 2003 y 2008 es envidiable. Para ello se utilizan los canales que proporcionan las instituciones públicas, como el CBI, y sobre todo las opiniones de académicos reputados que son utilizados en la práctica para justificar la inacción por parte de las autoridades, aunque quizá no fuera ésta la intención de los economistas implicados (Danielsson y Zoega, 2009, pp. 13–14).

En este contexto que se ha dibujado para Islandia entre 2003 y 2008 parece bastante comprensible que se renuncie a la opción de regular preventivamente en materia de flujos entrantes de capital. De hecho se está muy lejos de ese escenario cuando ni tan siquiera la regulación ordinaria de las operaciones domésticas de crédito de los bancos se lleva a cabo con una mínima solvencia.

⁸⁹ Es ilustrativa la anécdota que refiere Árnason (2010, p. 113), citando una parte del informe de la SIC disponible solo en islandés, en la cual el Gobernador del CBI explica que remitió al Primer Ministro un informe en febrero de 2008 destacando la preocupación que detectaba en otros Gobernadores de Bancos Centrales europeos respecto al sistema bancario islandés. Siempre según el relato del Gobernador del CBI, la respuesta del Primer Ministro a este informe habría consistido en transmitirle tranquilidad, contándole que los propios directivos de los bancos le habían asegurado verbalmente que esos temores eran infundados y que todo estaba bajo control.

7.7. Reflexiones finales

La regulación reactiva aplicada en Islandia desde finales de 2008 parece haber sido muy eficaz, no solamente cumpliendo el objetivo de corto plazo que justifica su instauración, la estabilización del tipo de cambio, sino también contribuyendo a los otros dos objetivos alrededor de los que Islandia articula su estrategia de salida de la crisis ocasionada por el colapso bancario de octubre de 2008, como son la sostenibilidad fiscal y la reestructuración del sistema financiero. El presente análisis sostiene que la política de regulación de los flujos de capital es un elemento imprescindible a considerar para entender las buenas expectativas de la economía islandesa a partir de 2013.

Independientemente del diagnóstico de eficacia ofrecido, la regulación reactiva de capitales parece sin duda la mejor opción posible para las autoridades a finales de 2008, a pesar de sus indudables costes. Ahora bien, en comparación con una hipotética regulación preventiva entre 2003 y 2008 la regulación reactiva parece en cambio una opción muy inferior, por su carácter meramente paliativo y porque quizá sus efectos no sobrevivan a la retirada de dicha política, o lo hagan solo parcialmente. Lo cierto es que el diagnóstico definitivo de la experiencia de Islandia dependerá centralmente del éxito en la retirada de la regulación de flujos de capital (Gudmundsson, 2012c), y por lo tanto permanecerá abierto hasta que ésta se complete.

Hay indicios de que Islandia habría extraído algunas lecciones útiles de su experiencia con los flujos de capital desde 2003, pues el Gobernador del CBI Gudmundsson (2013c, pp. 3, 4, 2013d, p. 5) aboga abiertamente por una actitud más precavida ante la inversión entrante *“si quieres evitar tener que tomar medidas drásticas para gestionar los flujos salientes”*, y destaca los problemas que implica para un país pequeño como Islandia convertirse en un centro financiero internacional en ausencia de una red de seguridad internacional creíble.

Pero al mismo tiempo caben serias dudas de que la experiencia de Islandia desde 2008 suponga, como en ocasiones se argumenta, un ejemplo de victoria de la ciudadanía frente al sector financiero al no haberse socializado las pérdidas generadas por las imprudencias cometidas durante la burbuja. En primer lugar, lo cierto es que no parece muy sensato interpretar la situación que vive Islandia desde 2008 como una victoria de nadie, y mucho menos de una ciudadanía cuyos segmentos más vulnerables han atravesado enormes dificultades como consecuencia del colapso de los bancos.

En segundo lugar, las políticas que sigue Islandia tras el colapso bancario se entienden como mínimo igual de bien desde el punto de vista del pragmatismo y la escasez de alternativas que bajo la hipótesis de que Islandia se habría opuesto a seguir los dictados de las entidades financieras, dejando espacio a una nueva forma de entender la política económica fruto de una reflexión obligada tras el colapso bancario. El rescate de solo una pequeña parte del sector bancario que lleva a cabo Islandia no es tanto una opción audaz sino prácticamente la única alternativa disponible, que de todas formas supone un coste enorme superior al 40% del PIB. Es además la alternativa con menor coste político interno ya que favorece sin distinción a todos los residentes frente a los no residentes.

En tercer y último lugar, las personas que conforman la élite política en Islandia apenas han cambiado tras la quiebra bancaria. El máximo exponente de ello es el Presidente de la República Grimsson, que durante la burbuja lleva el elogio a los banqueros islandeses a cotas difícilmente igualables para posteriormente reconvertir su perfil como defensor de los más pobres frente a las entidades financieras (Grimsson, 2013). Otro ejemplo es el de Jóhanna Sigurdaddóttir, Primera Ministra entre 2009 y 2013 que lidera la salida islandesa de la crisis pero que fue ya Ministra entre 2007-2009 en un Gobierno de coalición que apoyaba explícitamente la profundización de la expansión internacional del negocio financiero. Muchas de las personas de la élite dirigente, algo que se podría extender también al ámbito económico, serían las mismas que antes de la crisis, y en no pocos casos mostrarían además en privado una total ausencia de autocrítica respecto a lo acontecido desde 2003, llegando a transmitir la opinión de que la burbuja y la posterior caída, en conjunto, habrían merecido la pena por la rápida acumulación de riqueza que ha permitido para algunas personas (Wade y Sigurgeirsdottir, 2011, pp. 69–70).

El caso de Islandia requiere una interpretación muy matizada, pues junto a aspectos ciertamente controvertidos como los que se han mencionado existen otros sin duda muy positivos, como los logros en materia de política social durante los difíciles años posteriores al colapso bancario, una cuestión que convierte a la experiencia islandesa en un ejemplo destacable y absolutamente singular de cómo en un tiempo de relativa escasez es posible disminuir la desigualdad social y consolidar, en vez de cuestionar, políticas de bienestar social.

Será interesante observar si, cuando vuelvan los capitales hacia el país, la actitud de las autoridades es más responsable y precavida de lo que fue en el pasado. Entonces se podrá valorar si las renovadas actitudes y discursos de los dirigentes políticos de Islandia tras la crisis son simplemente una adaptación cosmética a un nuevo contexto

o si, por el contrario, son síntomas de una auténtica ruptura con el planteamiento ideológico y político que está detrás del auge bancario entre 2003 y 2008 y su posterior colapso.

Lo que puede ya afirmarse es que el caso de Islandia apoya fuertemente la utilidad y necesidad de la regulación preventiva de flujos de capital como una parte más de una regulación financiera solvente. Adicionalmente, ejemplifica el limitado e incierto alcance de la regulación reactiva de flujos de capital una vez que se ha producido un shock financiero de envergadura, aunque esta política puede ser muy eficaz contribuyendo en el corto y medio plazo a la recuperación de la economía afectada.

CAPÍTULO 8. ANÁLISIS ECONOMETRICO DE LA EFICACIA DE LA REGULACIÓN DE FLUJOS DE CAPITAL EN BRASIL Y PERÚ

En este capítulo se analiza econométricamente la eficacia de la regulación de flujos entrantes de capital que aplican Brasil y Perú entre 2008 y 2012 actuando sobre el volumen y composición de los flujos de inversión que reciben estas economías. Para ello, se analiza la relevancia de esta política como variable explicativa de la inversión, descontado el efecto de otras variables de control relevantes.

Si la regulación preventiva de capitales de Brasil y Perú hubiera sido eficaz, debería haber contribuido al menos parcialmente a la disminución del volumen de inversión entrante o al alargamiento de su plazo de vencimiento al penalizar especialmente los flujos de inversión de corto plazo. La metodología utilizada en el presente trabajo permite valorar la incidencia de la regulación sobre el volumen de cualquier partida de inversión, mientras que para detectar cambios en su composición se analizará si el efecto de la regulación es claramente distinto en las diferentes subpartidas que la componen, algo que indicaría un cambio en su importancia relativa.

Adicionalmente, aunque no sea posible en el marco del presente análisis afirmar si determinados problemas como la apreciación del tipo de cambio o el riesgo de liquidez de la economía se han mitigado como consecuencia de la regulación de flujos de capital, se valorará en qué medida los cambios detectados en el volumen y composición de los flujos sugieren que la contribución de la inversión a estos problemas o riesgos podría haber disminuido.

8.1. Variables para el análisis

En este epígrafe se razona la elección concreta de variables utilizadas en el análisis, pudiendo consultarse en el anexo V la definición exacta de cada una de ellas y las fuentes estadísticas utilizadas.

8.1.1. Variable dependiente

La variable dependiente sobre la cual se quiere analizar el efecto de la regulación es el flujo de inversión que llega a la economía analizada. Concretamente se utilizan datos de la Balanza de Pagos sobre variaciones netas del pasivo externo en cada una de las partidas de la cuenta financiera, que constituyen precisamente los flujos brutos de entrada de capital, como hacen diversos trabajos anteriores (Baba y Kokenyne, 2012; Carvalho y Garcia, 2008; Clements y Kamil, 2009; Forbes y Warnock, 2012).

Hay que destacar que es muy habitual en la literatura empírica utilizar como variable dependiente la variación neta de la posición inversora internacional de la economía receptora, que es el flujo neto de entrada (calculado como entradas brutas menos salidas brutas) (Baumann y Gallagher, 2013, 2012; Cardoso y Goldfajn, 1998; De Gregorio et al., 2000; Goh, 2005; International Monetary Fund, 2013a, p. 20; Valdés-Prieto y Soto, 1998). Esto puede deberse a que uno de los focos de atención principal en relación a la inversión externa y su regulación es el tipo de cambio, variable afectada por los flujos en términos netos, además de que tradicionalmente los flujos netos hacia los países emergentes han sido muy parecidos a los flujos brutos entrantes, dada la poca relevancia de la inversión saliente desde estas economías (Clements y Kamil, 2009; Forbes y Warnock, 2012). Sin embargo, parece claro que el presente análisis debe considerar como variable a describir el flujo entrante en términos brutos, pues el análisis se centra en los riesgos y problemas que la inversión entrante desde el exterior -en términos brutos- puede ocasionar en la economía receptora, y de hecho las medidas de regulación cuya eficacia se analiza actúan sobre flujos brutos de entrada o variaciones del pasivo externo.

Se consideran los flujos brutos de entrada en términos relativos al PIB anual de la economía receptora. Se elimina así el engañoso efecto de la variación de los precios sobre la evolución temporal de la inversión, sin necesidad de deflactar las series, utilizando como magnitud de referencia la estimación más fiable que existe del tamaño de la economía.

En el caso de Brasil se trabaja con datos mensuales y se analizan como variables dependientes los volúmenes de flujos brutos entrantes de 9 partidas de la cuenta financiera: el flujo total, el flujo total distinto a la IED, la inversión de cartera, la inversión de cartera en acciones, la inversión de cartera en renta fija, sus dos subpartidas de corto y largo plazo y, por último, la partida agregada de otras inversiones y su subpartida de corto plazo. En el caso de Perú se trabaja con datos trimestrales y se analizan como variables dependientes los volúmenes de flujos brutos

entrantes de 10 partidas de la cuenta financiera: el flujo total, el flujo total distinto a la IED, la inversión de cartera privada, otras inversiones, otras inversiones de largo plazo, otras inversiones de largo plazo hacia sector privado, otras inversiones de corto plazo y, por último, tres subpartidas en que se desagrega esta última vía de inversión como son los capitales de corto plazo hacia bancos comerciales, hacia el Banco Central de Reserva del Perú y hacia otros destinos.

8.1.2. Índices de regulación de los flujos de capital: opciones disponibles

La principal variable cuyo poder explicativo sobre los flujos se quiere estudiar es la que representa la intensidad de la regulación de flujos de capital. Es necesario por lo tanto construir una variable numérica cuyo valor a lo largo del tiempo sea un buen reflejo de la intensidad cambiante de la política de regulación analizada. Representar la información respecto a los cambios en una política de regulación mediante una variable numérica supone inevitablemente una pérdida de información, y hay además múltiples formas de abordar esta cuantificación sin que ninguna de ellas sea completamente satisfactoria ni generalizable. Es imprescindible asumir y afrontar estos problemas metodológicos a la hora de llevar a cabo el análisis empírico que se propone.

Las variables que se utilizan en la literatura para cuantificar la regulación de flujos de capital pueden agruparse en tres categorías. La primera está formada por variables que constituyen directamente parámetros numéricos relevantes de la política de regulación que se cuantifica, como por ejemplo el requerimiento de reservas bancarias en el caso de Chile durante los noventa (Gallego et al., 2002), o bien una pequeña transformación de alguno de dichos parámetros de forma que represente el “impuesto equivalente” que la regulación supone para el inversor (Cárdenas y Barrera, 1997; Concha et al., 2011; De Gregorio et al., 2000; Valdés-Prieto y Soto, 1998, 1996). Esta metodología requiere que la intensidad de la regulación pueda expresarse razonablemente bien mediante un solo dato numérico, lo cual no sucede en los casos de Brasil y Perú, donde la regulación está formada por diversas medidas que afectan a distintos tipos de transacciones.

En la segunda categoría de variables de regulación se incluyen las derivadas del informe del IMF *Annual report on exchange rate arrangements and exchange restrictions* (AREAER) (International Monetary Fund, n.d.), que ofrece información cualitativa de las políticas cambiarias y de capitales de los países miembros y también

algunos indicadores cuantitativos sobre la restricción que suponen.⁹⁰ Algunos autores toman directamente las variables numéricas que ofrece este informe como indicadores de regulación de flujos de capital (Del Giudice Rodriguez y Wu, 2012; Rodrik, 1998a; Straetmans et al., 2008). Otros, en cambio, toman la información cualitativa y cuantitativa de este informe como punto de partida para construir índices cuantitativos más finos e introducirlos en su propio análisis empírico (Sedik y Sun, 2012).

Por último, la construcción de índices cuantitativos a partir de AREAER se ha convertido en un campo de estudio en sí mismo, existiendo actualmente una amplia familia de estos indicadores que se diferencian por su desagregación o cobertura geográfica y temporal (Chinn y Ito, 2012, 2007, 2006; Fernández et al., 2015a, 2015b; Quinn, 1997; Quinn y Toyoda, 2008; Qureshi et al., 2011; Schindler, 2009), y que se han convertido en uno de los ingredientes más habituales de los análisis econométricos de sección cruzada en los que la apertura externa de las economías se introduce como una variable explicativa (Binici et al., 2009; Kawai et al., 2012; Lee, 2004; Lee y Jayadev, 2005; Ostry et al., 2012a; Sedik y Sun, 2012).⁹¹ El inconveniente que tienen los índices derivados directa o indirectamente de AREAER para el presente análisis es su frecuencia anual, que puede ser suficiente para una comparación de sección cruzada entre muchos países pero es claramente inadecuada para rastrear efectos de la regulación sobre la inversión que llega a un país específico con frecuencia de datos trimestral o incluso mensual.

En la tercera categoría de variables de regulación de flujos de capital se sitúan índices contruidos específicamente para un caso concreto, ya sea a partir de otros índices previos ya existentes (Edison y Warnock, 2003), o bien, y esta es la metodología más utilizada, a partir de un listado de cambios en la regulación de flujos de capital o “eventos de regulación” contruido a propósito para la investigación en cuestión. Este es el procedimiento seguido por Cardoso y Goldfajn (1998), que en su trabajo sobre la regulación de flujos de capital brasileña durante los noventa elaboran un índice acumulativo mensual al que se suma (resta) una unidad por cada evento registrado que supone endurecimiento (aligeramiento) de la regulación a lo largo del periodo sometido a análisis.

90 La información cualitativa de AREAER consiste en un registro de cambios en la regulación cambiaria y sobre las transacciones de capital. Desde el punto de vista cuantitativo, el informe ofrece entre 1967 y 1996 una sola variable por país y año que toma valor 1 o 0 en función de si existe o no algún tipo de restricción sobre los pagos por transacciones de capital. Desde 1997 la información cuantitativa de AREAER mantiene su frecuencia anual pero ofrece una mayor desagregación de las restricciones que imponen los países en función de las partidas de flujos de capital afectadas.

91 Véanse dos análisis comparativos de los principales índices de regulación de flujos de capital contruidos a partir del informe AREAER en Edwards (2007b, p. 75) y sobre todo de Quinn *et al.* (2011).

Este planteamiento ha sido replicado después en numerosas ocasiones, ya sea a partir de listados de eventos de regulación elaborados por los autores (Ahmed y Zlate, 2013; Carvalho y Garcia, 2008), o bien tomando como punto de partida los listados de cambios de regulación que ofrece el informe AREAER del IMF (Baba y Kokenyne, 2012; Del Giudice Rodriguez y Wu, 2012; International Monetary Fund, 2013a, p. 20). Los índices contruidos de esta forma, además de tener la frecuencia más adecuada en cada caso, permiten computar de forma sencilla tantos eventos de regulación como se desee, sin importar tampoco que éstos correspondan a ámbitos de regulación distintos, pues sea cual sea el cambio de regulación lo único relevante a efectos de su cuantificación es si supone un endurecimiento o un aligeramiento de la regulación. Esta es la metodología que se utilizará en el presente trabajo para construir la variable de regulación de flujos de capital.

Cabe señalar, sin embargo, que la simplicidad en el cómputo es también el principal inconveniente de este tipo de variables, pues hay mucha información que no se aprovecha ya que la discriminación que se realiza para computar los eventos de regulación es muy grosera. Algunos trabajos tratan de superar esta insuficiencia ponderando cada contribución al índice de forma diferente en función de la relevancia de la medida que se está cuantificando (Goh, 2005; Jittrapanun y Prasartset, 2009; Tamirisa, 2001). Otra posibilidad es utilizar un análisis de componentes principales de forma que el índice final sea la combinación lineal de varianza máxima construida a partir de las variables numéricas parciales que computan la intensidad reguladora en distintos ámbitos (Domínguez Serrano et al., 2011). Sin embargo, no está claro en qué medida estos procedimientos de ponderación fina mejoran el resultado final: en el primer caso supone introducir criterios discrecionales adicionales respecto a la importancia relativa de cada cambio regulador considerado, y en el segundo la ponderación responde a un procedimiento matemático mecánico a cuyo resultado es difícil asociar un significado económico.

Una última metodología de cuantificación, emparentada con la anterior, consiste en partir también de una lista de cambios de regulación, pero introduciendo en el modelo por cada uno de ellos una regresora dicotómica que toma valor 1 en el periodo en el que se produce el evento de regulación y valor 0 en el resto de periodos (Baumann y Gallagher, 2013, 2012; Clements y Kamil, 2009; Coelho y Gallagher, 2010; Concha et al., 2011; Gallego et al., 2002). Al cuantificar cada evento de regulación mediante una variable dicotómica distinta, es posible rastrear su efecto individual sobre la variable dependiente, algo imposible con un índice agregado de regulación. Sin embargo, esta metodología no es adecuada para el presente trabajo, pues hay tantos cambios reguladores a cuantificar que el número de regresoras dicotómicas que habría que

introducir reduciría en exceso los grados de libertad de la muestra.

8.1.3. Construcción de índices de regulación de flujos de capital para Brasil y Perú

La construcción de los índices de regulación de flujos de capital para los casos de Brasil y Perú parte de un listado de medidas de regulación elaborado para este trabajo a partir de la revisión de literatura académica e institucional, de las entrevistas llevadas a cabo en ambos países con funcionarios públicos implicados en el diseño y aplicación de esta política y, por último, del análisis del texto legal de la mayoría de las medidas consideradas a fin de determinar su alcance.⁹²

En el caso de Brasil, la política de regulación analizada tiene como origen la preocupación de las autoridades por la apreciación del tipo de cambio, el sobrecalentamiento de la economía y la acumulación de riesgos de liquidez, crédito o cambio en los balances de bancos y hogares. Para tratar de mitigar estos problemas, la regulación pretende afectar a los flujos de capital de dos formas: disminuyendo su volumen total para atenuar la apreciación cambiaria y alterando su composición de forma que supongan menos riesgos para Brasil y un menor sobrecalentamiento económico por sincronización con el ciclo inversor exterior. Esto último se traduce en la práctica en incrementar el peso de la inversión en acciones (tanto IED como inversión de cartera) sobre la inversión en deuda, y al mismo tiempo incrementar el plazo de vencimiento de ésta última, tanto si se trata de inversión en títulos de renta fija como de inversión en deuda bancaria computada en la partida de otras inversiones.

El esfuerzo regulador de Brasil se traduce en 72 cambios de regulación entre enero de 2006 y diciembre de 2013, establecidos mediante un total de 25 Decretos del Gobierno, 23 Circulares del Banco Central y 2 Resoluciones del Consejo Monetario Nacional (cuadro 8.1). Todas estas medidas pueden encuadrarse en 17 ámbitos distintos, de los cuales 12 conforman la regulación directa de capitales que afecta a los flujos de capital con medidas impositivas y administrativas. Los 5 ámbitos restantes incluyen medidas que afectan a la actividad de los bancos domésticos en sus actividades crediticia, cambiaria y de captación de pasivo, y se consideran regulación indirecta de capitales por la estrecha vinculación de los bancos domésticos con los circuitos financieros a los que se conectan los inversores extranjeros.

En el caso de Brasil se elaboran en total 7 índices de regulación de flujos de capital alternativos que se diferencian por los ámbitos de regulación que son cuantificados

92 En el anexo III se ofrece una relación pormenorizada de todas las medidas de regulación consideradas; en el anexo IV se ofrece una relación de todas las personas entrevistadas para el presente trabajo.

(cuadro 8.1). La metodología básica para construir los índices es el cómputo de eventos de regulación, tal y como se describe a continuación. A cada uno de los 17 ámbitos de regulación se le asocia una variable que toma valores mensuales correspondientes a la intensidad en la regulación en ese ámbito específico el primer día del mes.

Cuadro 8.1. Brasil (2006-2013): índices de regulación contruidos y ámbitos de regulación que se incluyen en el cómputo*

			rc_rf1 rc_rf2	rc_cart 1 rc_cart 2	rc_ban c	rc_dir1	rc_tot1
Regulación directa	Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre la adquisición de títulos por parte de un inversor extranjero (Ministerio de Economía)	IED					
		Cartera: renta fija de corto plazo					
		Cartera: renta fija de largo plazo					
		Cartera: participaciones en fondos de inversión					
		Cartera: renta variable					
		Cambio de régimen inversor IED--> cartera					
		DR: Cancelación					
		DR: Cesión de títulos para emisión de DR en el exterior					
	IOF sobre préstamos en divisas y deuda emitida en el exterior por actores domésticos (Ministerio de economía)						
	IOF sobre operaciones de residentes y no residentes en el mercado de futuros (Ministerio de economía)						
	Medidas administrativas para restringir los anticipos de divisas recibidos por los exportadores (Banco Central)						
	Medidas administrativas complementarias sobre los mercados financieros (Consejo Monetario Nacional)						
Regulación indirecta	IOF sobre las operaciones de crédito de los bancos domésticos (Ministerio de Economía)						
	Requerimiento de reservas no remunerado sobre la posición abierta de venta de divisas de bancos domésticos (Banco Central)						
	Requerimiento de capital sobre el crédito a hogares otorgado por bancos domésticos (Banco Central)						
	Requerimiento de reservas sobre pasivos de corto plazo de bancos domésticos (Banco Central)	Depósitos a vista					
		Depósitos a plazo					

Fuente: elaboración propia

(* para cada ámbito de regulación se indica el tipo de medida, sobre quién se aplica y cuál es la entidad reguladora competente)

Cada una de esas variables toma valor cero en enero de 2006 y a partir de ahí cada modificación que endurece (aligera) la regulación en ese ámbito incrementa (disminuye) la variable correspondiente en 1. Así, el valor de una de estas variables en un mes “m” es el que tomaba el día 1 del mes “m-1” más el endurecimiento neto de la regulación (eventos de endurecimiento menos eventos de aligeramiento) que se ha producido en ese ámbito de regulación a lo largo del mes “m-1”, o lo que es lo mismo, el endurecimiento neto acumulado en ese ámbito de regulación desde el 1 de enero de

2006 hasta el fin del mes “m-1”. El valor de un determinado índice de regulación en un mes “m” es simplemente la suma con ponderación igual a 1 de los valores mensuales de todas las variables que computan la intensidad reguladora en los ámbitos que se incluyen en dicho índice.

Cuando la herramienta de regulación es el *Impôsto sôbre Operações Financeiras* (IOF), se considera todo incremento (disminución) del tipo impositivo como un endurecimiento (aligeramiento) de la regulación. En cuanto a los anticipos de divisas a los exportadores, se interpreta como un endurecimiento el incremento del plazo mínimo por debajo del cual se prohíbe esta vía de financiación, así como cualquier restricción respecto a su proveedor. Todas las medidas administrativas complementarias del Consejo Monetario Nacional se consideran endurecimientos de regulación porque ordenan y limitan comportamientos que antes no estaban regulados. En cuanto a la regulación prudencial del Banco Central sobre los bancos domésticos, se consideran endurecimientos (aligeramientos) de la regulación los incrementos (disminuciones) de las exigencias en forma de requerimiento de reservas por operaciones en el mercado cambiario, requerimiento de capital por riesgo de crédito o requerimiento de reservas por depósitos a vista y a plazo.

Los índices “rc_dir1” y “rc_tot1”, que computan respectivamente los 12 ámbitos de regulación directa y los 17 de toda la regulación registrada, se construyen por el método referido de cómputo de eventos. Hay 4 índices que reflejan la regulación específica sobre la adquisición de títulos de inversión de cartera e inversión de cartera en renta fija, para cuya construcción, dado que la regulación cuantificada es en su totalidad impositiva, se utilizan dos métodos alternativos. Las variables “rc_cart2” y “rc_rf2” acumulan eventos de regulación por el procedimiento ya explicado en los ámbitos de inversión de cartera e inversión de cartera en renta fija, respectivamente. Por su parte, “rc_cart1” y “rc_rf1” computan la regulación de los mismos ámbitos pero tomando cada mes un valor igual a la suma de los tipos impositivos vigentes el primer día del mes para todas las transacciones de inversores extranjeros afectadas por los ámbitos de regulación considerados. Por último, se construye el índice “rc_banc” que cuantifica, de nuevo por el método del cómputo de eventos, todas las medidas que afectan a los bancos.

En el anexo V se ofrece la representación gráfica de todos los índices contruidos. En términos generales, todos ellos reflejan un primer endurecimiento de la regulación a lo largo de 2008 que se habría revertido por completo tras el colapso de Lehman Brothers, algo coherente con la salida masiva de inversores que se produce a finales de 2008 de los países emergentes y la consiguiente reacción de los reguladores

tratando de minimizar dicho efecto aligerando la regulación sobre la inversión entrante. La regulación habría iniciado un nuevo y más decidido endurecimiento desde finales de 2009, coincidiendo con el retorno de la afluencia de inversión hacia los países emergentes, iniciándose un lento aligeramiento a finales de 2011 o principios de 2012 que conduce la regulación a un nivel final, en diciembre de 2013, algo más restrictivo de lo que era antes de 2008.

En el caso de Perú, la regulación analizada surge como consecuencia de la preocupación de las autoridades por el sobrecalentamiento de la demanda y su sincronización con el ciclo inversor externo, por la volatilidad del tipo de cambio que puede comprometer la estabilidad de la economía con balances semidolarizados y por el riesgo de liquidez que asumen los bancos domésticos por sus pasivos de corto plazo en divisas. La dolarización de la economía es un elemento que refuerza la mayoría de los problemas y riesgos anteriores.

Para afrontar estas cuestiones, la regulación peruana pretende principalmente cambiar la composición de los flujos en dos sentidos. El primero consiste en incrementar su plazo de vencimiento, a fin de disminuir la volatilidad del tipo de cambio, la sincronización del ciclo económico doméstico con el cambiante apetito inversor en el exterior y el riesgo de liquidez que asumen los bancos por sus pasivos en divisas. El segundo objetivo es desincentivar los flujos en USD de forma particular, a fin de reducir la dolarización de la economía. Dado que no se dispone de datos de flujos entrantes desagregados por divisas, únicamente podrá analizarse el posible cambio de composición de los flujos en cuanto a su periodo de vencimiento. Por último, cabe señalar que al no existir una preocupación particular por la apreciación cambiaria, la regulación peruana no se propone como objetivo mitigar el volumen agregado de inversión.

La regulación analizada de Perú se traduce en 674 cambios de regulación entre el primer trimestre de 2003 y el cuarto trimestre de 2013, establecidos mediante un total de 93 Circulares del Banco Central para la regulación del encaje bancario, 7 Resoluciones de la Superintendencia de Banca (SBS), 7 medidas legislativas que afectan a la política impositiva del Gobierno y 13 decisiones administrativas del Banco Central que afectan al acceso de los inversores a los títulos de esterilización del Banco Central. Todas estas medidas pueden encuadrarse en 28 ámbitos distintos, de los cuales 22 conforman la regulación directa de capitales, dominada por la política de requerimiento de reservas bancarias o encaje bancario aplicado por el Banco Central sobre los pasivos bancarios con el exterior en moneda doméstica y en divisas, pero que incluye también las medidas del Banco Central sobre el acceso de los inversores

extranjeros a los títulos de corto plazo emitidos por esta institución en el marco de la política monetaria y, por último, las medidas impositivas del Gobierno sobre las ganancias de capital de los inversores extranjeros (cuadro 8.2).

Cuadro 8.2. Perú (2003-2013): índices de regulación contruidos y ámbitos de regulación que se incluyen en el cómputo

			rc_ester1	rc_ester2	rc_ester3	rc_encaje	rc_dir1	rc_tot1
Regulación directa	Requerimiento de reservas sobre pasivos en PEN con el exterior de bancos domésticos (Banco Central)	Encaje mínimo legal						
		Depósitos y otros pasivos distintos al crédito (x4)						
		Créditos de corto plazo (x4)						
		Créditos de largo plazo (x3)						
		Obligaciones indexadas al tipo de cambio y depósitos en PEN ligadas a operaciones a plazo sobre divisas con no residentes (x4)						
		Obligaciones con terceros por créditos						
		Pasivos con fondos de inversión extranjeros especializados en microfinanzas						
		Pasivos con sucursales en el exterior						
		Deuda negociable emitida en el exterior						
	Requerimiento de reservas sobre pasivos en USD con el exterior de bancos domésticos (Banco Central)	Encaje mínimo legal						
		Depósitos y otros pasivos distintos al crédito (x2)						
		Créditos de corto plazo (x4)						
		Créditos de largo plazo (x3)						
		Obligaciones indexadas al tipo de cambio y depósitos en USD ligadas a operaciones a plazo sobre divisas con no residentes (x3)						
		Obligaciones con terceros por créditos						
		Pasivos con fondos de inversión extranjeros especializados en microfinanzas						
		Pasivos con sucursales en el exterior						
		Deuda negociable emitida en el exterior (x3)						
		Crédito exterior para financiación de comercio internacional						
	Regulación del acceso de los inversores extranjeros a los títulos de esterilización de la política monetaria (Banco Central)	Tasa por la compra de títulos de esterilización en el mercado secundario						
		Emisión de activos de esterilización fuera del alcance de los inversores extranjeros						
	Política impositiva sobre las rentas del capital de los inversores extranjeros (Gobierno Central:)							
Regulación indirecta	Regulación prudencial sobre actores domésticos (Banco Central)	Bancos: límite de la posición de cambio global larga neta						
		Bancos: límite de la posición de cambio global corta neta						
		Bancos: límite de la posición neta en derivados de tipo de cambio						
		Fondos de Pensiones: límite a las operaciones en el mercado cambiario						
		Bancos: requerimiento de capital por riesgo de crédito						
		Bancos: provisiones por rápido crecimiento del crédito						

Fuente: elaboración propia

(* para cada ámbito de regulación se indica el tipo de medida, sobre quién se aplica y cuál es la entidad reguladora competente. En el caso de los tipos de pasivo sujetos a encaje bancario, se señala entre paréntesis el número de subcategorías en que se desagrega esa regulación a efectos de la construcción de los índices de regulación de flujos de capital)

Los 22 ámbitos de la regulación de encaje se desagregan a su vez en subcategorías más específicas, en función del agente extranjero con el que el banco asume el pasivo objeto de encaje. Además de la regulación directa, se consideran 6 ámbitos de regulación indirecta correspondientes a regulación prudencial sobre la actividad cambiaria o crediticia de los bancos domésticos. Se construyen un total de 6 índices de regulación de flujos de capital que se distinguen por los ámbitos de regulación que se incluyen en el cómputo (cuadro 8.2). La metodología básica para construir los índices es el cómputo de eventos de regulación, análogamente al caso de Brasil.

Respecto a la regulación de encaje bancario, se considera un endurecimiento de la regulación cualquier incremento en los tipos de encaje mínimo o los montos básicos de referencia, así como cualquier disminución de los montos exentos de encaje. En cuanto al acceso de los inversores a los títulos de esterilización, se considera endurecimiento de la regulación el incremento de la tasa administrativa por la adquisición en el mercado secundario de estos títulos por parte de inversores extranjeros y la utilización de títulos de esterilización fuera del alcance de los inversores extranjeros, una medida que se adopta de forma intermitente y que cierra por completo la posibilidad de que los extranjeros inviertan en este tipo de activos. En cuanto a la regulación indirecta, los endurecimientos consisten en mayores limitaciones para el volumen de operaciones que los bancos y los Fondos de Pensiones pueden realizar en el mercado cambiario o en mayores exigencias de capital o de provisiones por riesgo de crédito para los bancos.

Los índices “rc_encaje”, “rc_dir1” y “rc_tot1” se construyen por el método referido de cómputo de eventos y cuantifican respectivamente los 19 ámbitos de regulación de la política de encaje bancario, los 22 de regulación directa y los 28 de toda la regulación registrada.

Adicionalmente, se construyen tres índices para computar la regulación sobre el acceso de los inversores extranjeros a los títulos de esterilización que emite el Banco Central en aplicación de su política monetaria: “rc_ester1” es igual a la tasa administrativa que deben pagar los inversores extranjeros por acceder a este tipo de títulos, que oscila entre los valores del 0,1% y el 4%; “rc_ester2” es una variable dicotómica que toma valor 1 cuando está cerrado el acceso a estos títulos para los inversores extranjeros, bien porque se esteriliza con Certificados de Depósito de Negociación Restringida que no pueden ser revendidos en el mercado secundario -que es el único lugar donde podrían adquirirlos los extranjeros- o bien porque se utilizan depósitos a plazo del Banco Central que directamente no son negociables; por último, “rc_ester3” utiliza la metodología de cómputo de eventos para combinar la regulación

cuantificada en “rc_ester1” y “rc_ester2”.

8.1.4. Variables de control

Para escoger las variables de control del análisis pueden utilizarse a modo de sugerencia inicial los modelos de balance de cartera para la determinación del tipo de cambio d (Baillie y McMahon, 1990, pp. 80–83; Frankel, 1983, p. 93; Krugman y Obstfeld, 2006, chap. 13; Rivera-Batiz y Rivera-Batiz, 1985, p. 134), según los cuales dos variables de gran relevancia para explicar el comportamiento de los flujos entrantes de capital serían los diferenciales de rentabilidad entre el interior de la economía en cuestión y el exterior de la misma así como el riesgo que los inversores asocian a la inversión en dicha economía. Estos modelos se plantean bajo condiciones de movilidad perfecta de capitales, algo que no corresponde a los casos analizados, pero aún así continúan siendo un punto de partida teórico útil porque la regulación de Brasil y Perú es mayoritariamente de precios y pretende modular el volumen y la composición de la inversión entrante pero no afectarla drásticamente, con lo que es razonable considerar el efecto de la regulación como una corrección al comportamiento que los flujos tendrían en condiciones de plena movilidad.

La relevancia del diferencial de tipos de interés y de la aversión al riesgo como elementos explicativos de los flujos de capital hacia países emergentes está plenamente respaldada por la literatura empírica (Ahmed y Zlate, 2013; Benigno et al., 2014b; Committee on the Global Financial System, 2009, p. 19; Ghosh et al., 2012; International Monetary Fund, 2011c, p. 16; Koepke, 2015, p. 23; Nier et al., 2014). Los trabajos empíricos sobre la eficacia de la regulación de flujos de capital ofrece sugerencias útiles respecto a qué regresoras concretas pueden utilizarse representando las dos variables mencionadas (Baba y Kokenyne, 2012; Baumann y Gallagher, 2013, 2012; Cárdenas y Barrera, 1997; Cardoso y Goldfajn, 1998; Carvalho y Garcia, 2008; Clements y Kamil, 2009; Coelho y Gallagher, 2010; Concha et al., 2011; Costa da Silva y Resende, 2010; De Gregorio et al., 2000; Gallego et al., 2002; Goh, 2005; International Monetary Fund, 2013a, p. 20, 2011c, p. 17; Jittrapanun y Prasartset, 2009; Laurens y Cardoso, 1998; Valdés-Prieto y Soto, 1998).

Adicionalmente, en los trabajos empíricos anteriores se puede encontrar un amplio abanico de variables de control adicionales que pueden utilizarse como regresoras capturando distintos aspectos de la economía de destino o de las economías emergentes en general que podrían considerar relevantes los inversores a la hora de tomar sus decisiones. En el marco de los modelos de balance de cartera, estas

variables adicionales podrían interpretarse como primas de riesgo concretas atribuibles a distintos factores concretos, más allá de la aversión genérica al riesgo que pueda atribuirse a los inversores en general. Por ejemplo, es habitual considerar que un fuerte crecimiento económico en el país de destino supone el origen de una prima de riesgo negativa que corregiría al alza el diferencial de rentabilidades que los inversores toman como punto de partida para tomar sus decisiones. Un ejemplo en sentido contrario sería el de la inflación del país de destino, que se considera habitualmente como un factor del que se derivaría una prima de riesgo positiva que corregiría a la baja el diferencial de rentabilidades accesible al invertir en la economía en cuestión.

Las variables de control seleccionadas finalmente pueden categorizarse en cinco grupos: rentabilidad, aversión al riesgo, atractivo del país receptor, atractivo de los países emergentes y, por último, atractivo del país receptor con respecto al conjunto de los países emergentes.

En el ámbito de la rentabilidad se construyen seis variables basadas en el diferencial de tipos de interés de corto plazo entre el país receptor y el exterior: un diferencial de tipos nominales; un diferencial de tipos nominales con corrección por expectativa de depreciación del tipo de cambio; un diferencial de tipos nominales corregido por el coste de la cobertura de riesgo de cambio; por último, tres diferenciales de tipos de interés real análogos a los nominales.

Se toman como punto de partida tres tipos de interés: el tipo LIBOR USD a 3 meses como tipo de interés internacional, el tipo de las letras del Tesoro para Brasil y el tipo de interés interbancario en el caso de Perú. Para los diferenciales de tipos reales se toma como inflación esperada la inflación pasada según los índices de precio de consumo en la divisa correspondiente. La expectativa de depreciación se basa en un modelo sencillo de expectativa adaptativa según el cual la depreciación esperada para el periodo que comienza coincide con la depreciación que tuvo lugar en el periodo anterior. Como coste de la cobertura de riesgo de cambio se toma la prima *forward* a 1 mes de la divisa de la economía receptora respecto al USD. En el caso de Perú, por su condición de economía semidolarizada, se considera adicionalmente un diferencial de tipos de interés en USD a partir del tipo LIBOR USD y el tipo interbancario doméstico en USD. Por último, tanto en Brasil como en Perú se considera la expectativa de depreciación del tipo de cambio como una posible variable explicativa en sí misma.

En cuanto a las variables que dan cuenta del riesgo percibido por los inversores, se utilizan el indicador VIX (*Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*) como indicativo de la percepción global del riesgo en los mercados financieros

internacionales, y distintos indicadores EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* elaborado por JP Morgan) para capturar la percepción del riesgo asociado a mercados financieros más específicos, como el del país receptor de la inversión, América Latina o el conjunto de los mercados emergentes.

En el bloque de regresoras que reflejan el atractivo del país receptor para el inversor, se consideran tanto para Brasil como para Perú el crecimiento real del PIB, la balanza por cuenta corriente y el comportamiento de los precios. En el caso de Brasil se utiliza también la revalorización del índice bursátil Bovespa de la bolsa de São Paulo, pues se trata de uno de los mercados de títulos más dinámicos de América Latina y un fuerte atractivo para los inversores. En el caso de Perú, dado el escaso dinamismo de su mercado de títulos y la importancia del sector extractivo como atractor de inversión, se añade como regresor el comportamiento del precio del cobre, su principal producto de exportación.

El cuarto bloque de regresoras de control incluye variables que informarían del atractivo ofrecido a los inversores por el conjunto de países emergentes. Dicho atractivo podría determinar que los inversores incrementaran el peso de los países emergentes en sus carteras y de ahí podría derivarse un aumento de la inversión hacia la economía analizada, ya fuera Brasil o Perú. Los indicadores escogidos son el crecimiento del PIB real en el conjunto de países emergentes y el índice *FTSE (Financial Times Stock Exchange) Emerging Latin America Index*, un índice bursátil compuesto con información de algunos de los valores más relevantes de empresas cotizadas de los mercados emergentes de América Latina.

Por último, el quinto bloque de regresoras de control incluye variables que capturan diferencias de Brasil o Perú con respecto al conjunto de países emergentes en cuanto a crecimiento real del PIB, evolución de los precios, o percepción del riesgo. Estos factores podrían presumiblemente llevar a los inversores a modificar el peso que Brasil y Perú tienen en sus carteras dedicadas a mercados emergentes.

8.1.5. Resumen de variables consideradas y periodos de estimación

Es útil como conclusión de este epígrafe presentar en un único cuadro todas las variables que intervienen en el análisis (cuadro 8.3). Como variables endógenas hay 9 partidas de flujos brutos en Brasil y 10 en Perú. En el caso de Brasil se utilizarán como posibles regresoras 7 índices de regulación de flujos de capital y 28 variables adicionales de control. En el caso de Perú las posibles regresoras serán 6 índices de

regulación de flujos de capital y 25 variables adicionales de control.

Cuadro 8.3. Variables utilizadas en el análisis econométrico de Brasil y Perú*

Flujos brutos de entrada (variaciones del pasivo exterior de la economía)	
Brasil	y: flujo bruto total (% PIB anual) y_noied: flujo bruto distinto a la IED (% PIB anual) y_cart: flujo bruto de cartera (% PIB anual) y_cart_acc: flujo bruto de cartera dirigido a acciones (% PIB anual) y_cart_rf: flujo bruto de cartera dirigido a títulos de renta fija (% PIB anual) y_cart_rf_lp: flujo bruto de cartera dirigido a títulos de renta fija de largo plazo (% PIB anual) y_cart_rf_cp: flujo bruto de cartera dirigido a títulos de renta fija de corto plazo (% PIB anual) y_otr: flujo bruto computado en la partida "otras inversiones" (% PIB anual) y_otr_cp: flujo bruto de "otras inversiones" de corto plazo (% PIB anual)
Perú	y: flujo bruto total (% PIB anual) y_noied: flujo bruto distinto a la IED (% PIB anual) y_cart: flujo bruto de cartera (% PIB anual) y_otr: flujo bruto computado en la partida "otras inversiones" (% PIB anual) y_otr_lp: flujo bruto de "otras inversiones" de largo plazo (% PIB anual) y_otr_lp_priv: flujo bruto de "otras inversiones" de largo plazo captado por actores privados (% PIB anual) y_otr_cp: flujo bruto de "otras inversiones" de corto plazo (% PIB anual) y_otr_cp_banc: flujo bruto de "otras inversiones" de corto plazo dirigido hacia bancos domésticos (% PIB anual) y_otr_cp_bc: flujo bruto de "otras inversiones" de corto plazo dirigido hacia el Banco Central de Reserva del Perú (% PIB anual) y_otr_cp_resto: flujo bruto de "otras inversiones" de corto plazo no dirigido hacia bancos domésticos ni hacia el Banco Central (% PIB anual)
Regulación de flujos de capital	
Brasil	rc_rf1: regulación sobre la adquisición de renta fija por parte de no residentes (suma de tipos impositivos) rc_rf2: regulación sobre la adquisición de renta fija por parte de no residentes (suma de eventos de regulación) rc_cart1: regulación sobre la inversión de cartera de cualquier tipo por parte de no residentes (suma de tipos impositivos) rc_cart2: regulación sobre la inversión de cartera de cualquier tipo por parte de no residentes (suma de eventos de regulación) rc_banc: regulación sobre los bancos rc_dir1: regulación directa sobre los flujos de capitales rc_tot1: regulación total sobre los flujos de capitales
Perú	rc_ester1: tasa administrativa aplicada sobre la compra en el mercado secundario de títulos de esterilización del Banco Central por parte de cualquier entidad no autorizada a participar en el mercado primario, lo que incluye a todos los inversores extranjeros rc_ester2: utilización por parte del Banco Central de títulos de esterilización fuera del alcance de los inversores extranjeros rc_ester3: regulación total sobre el acceso de inversores extranjeros a los títulos de esterilización del Banco Central rc_encaje: regulación de encaje bancario, tanto en PEN como en USD rc_dir1: regulación directa de capitales rc_tot1: regulación total de capitales
Tipos de interés	
Brasil	dti: diferencial de tipos de interés nominales (%) dti_fw: diferencial de tipos de interés nominales corregidos por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (%) dti_tc: diferencial de tipos de interés nominales corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio (%) dtir: diferencial de tipos de interés reales (%) dtir_fw: diferencial de tipos de interés corregido por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (%) dtir_tc: diferencial de tipos de interés reales corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio (%) exp_tc: expectativa de variación del tipo de cambio del BRL frente al USD (%)
Perú	dti_pen: diferencial de tipos de interés nominales (tipo doméstico en PEN) (%) dti_pen_fw: diferencial de tipos de interés nominales corregidos por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (tipo doméstico en PEN) (%) dti_pen_tc: diferencial de tipos de interés nominales corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio (tipo doméstico en PEN) (%) dtir_pen: diferencial de tipos de interés reales (tipo doméstico en PEN) (%) dtir_pen_fw: diferencial de tipos de interés corregido por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (tipo doméstico en PEN) (%) dtir_pen_tc: diferencial de tipos de interés reales corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio (tipo doméstico en PEN) (%) dti_usd: diferencial de tipos de interés nominales (tipo doméstico en USD) (%) exp_tc: expectativa de variación del tipo de cambio del PEN frente al USD (%)
Riesgo	
Brasil	embi_b: EMBI Brasil (puntos básicos) embi_al: EMBI América Latina (puntos básicos) embi_g: EMBI global (puntos básicos) vix: indicador de volatilidad VIX
Perú	embi_p: EMBI Perú (puntos básicos) mbi_al: EMBI América Latina (puntos básicos) embi_g: EMBI global (puntos básicos) vix: indicador de volatilidad VIX
Atractivo para el inversor del país receptor	
Brasil	pi_b_r: crecimiento anual del PIB real de Brasil (%) bcc: balanza por cuenta corriente mensual de Brasil (% del PIB anual) igp: variación del índice de precios en Brasil (variación interanual en %) bovespa0: índice bursátil Bovespa (puntos) bovespa1, Bovespa2, Bovespa3, Bovespa4, Bovespa5: índice bursátil Bovespa (crecimiento en % en distintos periodos. Véase el anexo V)
Perú	pi_b_r: crecimiento anual del PIB real de Perú (%) bcc: balanza por cuenta corriente trimestral de Perú (% del PIB anual) ipc: variación del índice de precios en Perú (variación interanual en %) cobre_0: precio del cobre en el mercado internacional (USD/TM) cobre_1: precio del cobre en el mercado internacional (% de variación en el trimestre anterior)

Atractivo para el inversor de los países emergentes	
Br-Pe	pib_eme: PIB real en el conjunto de países emergentes y en desarrollo (% crecimiento interanual) FTSE: indicador bursátil FTSE Emerging Latin America Index (% crecimiento en el mes (Brasil) o trimestre (Perú) anterior)
Atractivo para el inversor del país receptor en comparación con los países emergentes	
Brasil	pib_br_eme: diferencia en el crecimiento anual del PIB real en Brasil y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%) ipc_br_eme: diferencia en el crecimiento interanual de los precios en Brasil y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%) bov_FTSE: diferencia entre los índices Bovespa (crecimiento en %) y FTSE para los países emergentes de América Latina (crecimiento en %) embi_br_glo: diferencia entre EMBI Brasil y EMBI global (% de EMBI Global) embi_br_chi: diferencia entre EMBI Brasil y EMBI Chile (% de EMBI Chile) embi_br_al: diferencia entre EMBI Brasil y EMBI América Latina (% de EMBI América Latina) embi_br_as: diferencia entre EMBI Brasil y EMBI Asia (% de EMBI Asia) embi_br_eu: diferencia entre EMBI Brasil y EMBI Europa emergente (% de EMBI Europa emergente)
Perú	pib_per_eme: diferencia en el crecimiento anual del PIB real en Perú y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%) ipc_per_eme: diferencia en el crecimiento interanual de los precios en Perú y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%) embi_per_glo: diferencia entre EMBI Perú y EMBI global (% de EMBI Global) embi_per_chi: diferencia entre EMBI Perú y EMBI Chile (% de EMBI Chile) embi_per_al: diferencia entre EMBI Perú y EMBI América Latina (% de EMBI América Latina) embi_per_as: diferencia entre EMBI Perú y EMBI Asia (% de EMBI Asia) embi_per_eu: diferencia entre EMBI Perú y EMBI Europa emergente (% de EMBI Europa emergente)

* Véase el anexo V para una definición precisa de cada variable y las fuentes de información utilizadas.

Para Brasil el periodo de estimación abarca desde enero de 2006 hasta diciembre de 2013, con la excepción de aquellos modelos que utilizan como regresoras las variables “embi_b”, “embi_br_glo”, “embi_br_al”, “embi_br_as” o “embi_br_eu”, que al estar disponibles solo a partir de junio de 2006 obligan a estimar los modelos entre junio de 2006 y diciembre de 2013.

Para Perú el periodo de estimación de todos los modelos abarca desde el primer trimestre de 2003 hasta el cuarto trimestre de 2013 con la excepción de aquellos modelos que utilizan como regresoras las variables “dti_fw_pen” y “dtir_fw_pen”, que al estar disponibles solo a partir del tercer trimestre de 2003 obligan a estimar los modelos entre el tercer trimestre de 2003 y el cuarto trimestre de 2013.

Los periodos de estimación seleccionados incluyen los dos auges en la regulación que constituyen el principal objeto de análisis y que se producen respectivamente justo antes del colapso de Lehman Brothers y a partir de 2009, cuando la liquidez retorna hacia los países emergentes. A partir de este requisito el periodo de estimación se extiende hacia atrás lo necesario, puesto que desde el punto de vista de la estimación las series temporales deben tener un número suficiente de datos como para poder sostener razonablemente que se cumplen las propiedades econométricas de consistencia de los estimadores asociadas a muestras grandes. Aunque es imposible determinar de forma objetiva qué es una muestra suficientemente grande en el sentido mencionado, los 96 datos de que se dispone para Brasil y 44 para Perú parecen convencionalmente suficientes de acuerdo a la literatura empírica centrada en esta materia.

8.2. Técnicas de estimación utilizada

8.2.1. Modelos RegARIMA de series temporales

El modelo que se trata de ajustar a los datos es el de una variable endógena que se expresa como combinación lineal de distintas variables exógenas o explicativas, un término independiente y un término de error. En general, el término de error no se podrá describir como ruido blanco, y esto supone serios problemas de estimación e inferencia a la hora de utilizar la técnica de Mínimos Cuadrados Ordinarios para ajustar a los datos el modelo propuesto. Por ello se recurre a la técnica RegARIMA, según la cual la variable dependiente se puede expresar como la suma de dos términos: un modelo de relación que formaliza el vínculo entre las variables explicativas y la variable dependiente, y un término de error con una estructura regular y estacional constituida por patrones autorregresivos o de media móvil y diferencias de un cierto orden (Box et al., 2008, chap. 11,12,14).⁹³ El modelo de relación planteado es el más sencillo posible y no considera retardos, por lo que es simplemente una combinación lineal de las variables explicativas contemporáneas con un término independiente:

$$y_t = \omega_0 + \sum_{i=1}^k \omega_i x_{it} + \frac{\theta_q(B)\Theta_Q(B^S)}{\varphi_p(B)\Phi_P(B^S)\nabla_S^D\nabla^d} a_t ,$$

donde y_t : variable dependiente del modelo

ω_0 : término constante

ω_i ($i = 1 \dots k$) : coeficientes de las "k" variables regresoras

x_{it} ($i = 1 \dots k$) : variables regresoras del modelo

B, B^S : operadores retardo regular y estacional de periodo "S"

∇^d, ∇_S^D : operadores diferencia regular ("d" diferencias) y estacional ("D" diferencias con periodo "S")

a_t : error del modelo asimilable al ruido blanco

Polinomios característicos que componen la estructura del modelo del error:

$\theta_q(B)$: estructura regular de media móvil de orden "q"

$\Theta_Q(B^S)$: estructura estacional de media móvil de orden "Q"

$\varphi_p(B)$: estructura regular autorregresiva de orden "p"

$\Phi_P(B^S)$: estructura estacional autorregresiva de orden "P"

⁹³ Las siglas ARIMA corresponden a *autoregressive integrated moving average*.

El patrón ARIMA que se trata de ajustar al término de error como parte del modelo está describiendo la estructura de toda aquella información, atribuible a variables no consideradas en el modelo, que aún queda por explotar en la variable regresada una vez que se le resta la combinación lineal de variables exógenas propuestas en el modelo. Los modelos ARIMA de series temporales se estiman en el caso general de forma iterativa por el método de máxima verosimilitud.

La búsqueda de un modelo estadísticamente correcto empieza por la identificación adecuada del modelo ARIMA univariante que describe la variable dependiente únicamente en términos de sí misma. Para identificar este modelo se analiza la estructura regular y estacional de la serie temporal tratando de detectar tendencias y patrones autorregresivos o de media móvil. La principal herramienta de diagnóstico es el análisis de las funciones de autocorrelación y autocorrelación parcial de la serie, y de forma auxiliar el test Dickey-Fuller aumentado para la detección de raíces unitarias, útil para la identificación de tendencias en las series cuando el correlograma de las mismas no es claro (Gujarati y Porter, 2009, chap. 21,22; Verbeek, 2004, pp. 281–288).

Una vez obtenido el modelo univariante ARIMA para la variable dependiente, se introduce dicha especificación como estructura tentativa del error en el modelo que relaciona la variable dependiente con los regresores propuestos. Se analizan las funciones de autocorrelación y autocorrelación parcial de los residuos y si no hay signos de autocorrelación quiere decir que el modelo tentativo del error es aceptable y el proceso de identificación del modelo ARIMA ha terminado. Por el contrario, si los residuos no permiten descartar la ausencia de autocorrelación, esto es indicativo de que el modelo tentativo del error no es capaz de captar toda la estructura que escapa al poder explicativo de las variables exógenas. En este caso el análisis de las funciones de autocorrelación y autocorrelación parcial ofrece intuiciones para mejorar el modelo del error, incorporando nuevas diferencias o términos autorregresivos o de media móvil adicionales, ya sean regulares o estacionales. Este proceso se realiza iterativamente, afinando progresivamente la especificación del modelo del error, hasta que se obtenga un modelo cuyo ajuste produzca unos residuos que no rechacen la hipótesis de ausencia de autocorrelación.

La modelización ARIMA del término del error permite evitar uno de los grandes problemas del análisis de series temporales, como es la posibilidad de obtener una correlación espuria entre la variable endógena y las variables explicativas, fruto tan solo de su tendencia común. La parte del filtro ARIMA que aplica diferencias regulares y estacionales a todas las variables del modelo permite evitar este problema, pues es

seguro que o bien la variable endógena o bien las explicativas o bien todas ellas carecerán de tendencia.

8.2.2. El problema de la endogeneidad

En la literatura sobre la eficacia de la regulación de flujos de capital existe una preocupación constante por la cuestión de la simultaneidad, consistente en que la correlación estadística contemporánea entre dos variables deriva de una relación de causalidad bidireccional, por lo que ambas variables son en cierta medida factor explicativo y consecuencia la una de la otra (Gujarati y Porter, 2009, pp. 673–682; Verbeek, 2004, chap. 5). La simultaneidad entre las variables explicada y explicativa tiene como consecuencia el fenómeno de endogeneidad, es decir, la correlación entre la variable explicativa y el error del modelo. En presencia de endogeneidad la estimación de los parámetros es inconsistente, lo que no permite asegurar ni siquiera la convergencia asintótica hacia los valores correctos de los parámetros al estimarlos en muestras cada vez más grandes.

Los trabajos revisados suelen afrontar esta situación de dos formas, bien sustituyendo los regresores potencialmente endógenos por variables instrumentales, que pueden ser sus propios retardos (Baumann y Gallagher, 2013, 2012; Cárdenas y Barrera, 1997; De Gregorio et al., 2000; Goh, 2005), u otra variable construida por algún procedimiento (Valdés-Prieto y Soto, 1998), o bien recurriendo a modelos de vectores autorregresivos, en los que cada una de las variables que se consideran endógenas están explicadas por los retardos de todas ellas y quizá por algunas otras variables exógenas (Baba y Kokenyne, 2012; Cardoso y Goldfajn, 1998; Carvalho y Garcia, 2008; Costa da Silva y Resende, 2010; Edwards, 1998; Goh, 2005; Jittrapanun y Prasartset, 2009; Soto, 1997).

Diagnosticar la endogeneidad, y deducir de ahí que existe simultaneidad entre las variables, es una tarea complicada, pues los test habituales toman en consideración los residuos estimados, tratando de inferir a partir de ellos si existe correlación entre las variables explicativas y los errores del modelo. El problema es que si efectivamente hay simultaneidad y por lo tanto endogeneidad la estimación es inconsistente, con lo cual los residuos estimados no necesariamente dan una imagen fiel del error que tratan de estimar. En general, los resultados de los test de endogeneidad se interpretan con cautela, y la decisión de tratar este problema con métodos de estimación adecuados suele ser más bien preventiva, basada en razonamientos a priori que permiten sospechar fundadamente de la existencia de simultaneidad, es

decir, que la correlación estadística contemporánea entre dos variables probablemente surge de un vínculo causal de doble sentido entre ellas.

El enfoque que se adopta en este trabajo es otro. En lugar de corregir la potencial endogeneidad en los datos acudiendo a técnicas de estimación concretas, se pretende reducir tanto como sea posible la probabilidad de que exista simultaneidad eligiendo cuidadosamente las variables utilizadas para el análisis. La variable dependiente es un flujo de capital en un periodo concreto “p”, un acumulado de transacciones producidas a lo largo de ese periodo que no existe contablemente hasta después de su conclusión, dado que además se expresa en términos relativos al PIB anual de la economía, un dato que se construye con frecuencia anual. Por su parte, los valores que toman todas las variables explicativas en el periodo “p” reflejan información conocida por los inversores el primer día de “p”, correspondiente realmente a la realidad económica de periodos anteriores.

En la práctica, para algunas variables explicativas se toman datos contemporáneos, como ocurre por ejemplo con los indicadores de aversión al riesgo o los tipos de interés nominales. Estos datos están disponibles diariamente para los inversores, con lo que es realista pensar que si estas variables tienen alguna capacidad explicativa del flujo entrante en un periodo, los datos relevantes a considerar son precisamente los que corresponden a ese periodo, pues son conocidos por los inversores y tomados en cuenta para adoptar sus decisiones de inversión. En otras ocasiones, sin embargo, la información económica o financiera que puede suponerse conocida por los inversores el primer día de un determinado periodo corresponde en realidad a un periodo anterior. Por ejemplo, en el presente análisis la variable “igp”, que representa el incremento interanual del índice de precios en Brasil, toma en enero de 2010 un valor que corresponde al último dato que es conocido de este incremento de precios el 1 de enero de 2010. Ese dato ha sido publicado a lo largo de diciembre de 2009 y corresponde al incremento interanual de precios a 30 de noviembre de 2009 (véase la descripción detallada de cada variable utilizada en el anexo V).

El criterio expuesto de elección de variables permite en principio eliminar la posibilidad de simultaneidad, es decir, que una correlación contemporánea entre los flujos y las regresoras se derive al menos en parte de un vínculo causal desde los primeros hacia estas últimas. El motivo es que un dato que no existe contablemente hasta que el periodo “p” concluye, como es el flujo de inversión, no puede lógicamente tener influencia en las decisiones económicas de las que derivan los datos que ya son conocidos por los agentes al inicio de “p” y que constituyen los valores que toman las variables regresoras en ese periodo.

Ahora bien, en ocasiones las variables económicas pueden presentar tendencias que se mantienen un cierto número de periodos de tiempo, y los agentes pueden tener la expectativa de que dichas tendencias se van a mantener. En el caso de los flujos de inversión, es posible que el valor para el periodo “p”, en la medida en que haya sido anticipado con acierto por los agentes en periodos anteriores porque suponga la continuación de una tendencia evidente, influya en las decisiones económicas de las que luego derivan los valores que toman las regresoras en el periodo “p”. El vínculo causal iría en realidad desde los valores anteriores de los flujos hacia los valores presentes de las variables regresoras, pero podría traducirse en la práctica en una correlación entre datos contemporáneos que no derivaría del vínculo causal propuesto en el modelo -desde los regresores hacia los flujos-, sino de otro en sentido opuesto, existiendo por lo tanto simultaneidad.

En definitiva, una elección cuidadosa de variables no constituye una solución perfecta para evitar a priori el problema de la simultaneidad -ni su consecuencia en forma de endogeneidad- que tampoco puede ser resuelto con total garantía con las técnicas de estimación específicas a las que se suele recurrir en la literatura revisada. Ahora bien, dado que el procedimiento de selección de variables seguido en el presente trabajo permite minimizar notablemente -tanto como es posible- la potencial relevancia de la simultaneidad, parece razonable seguir adelante con el análisis, sin olvidar la debida cautela a la hora de valorar las conclusiones que de él se deriven.

Por último, puede señalarse que utilizar valores retardados de algunas de las variables explicativas constituye la misma opción escogida en la práctica por muchas metodologías que corrigen la posible endogeneidad mediante la técnica de las variables instrumentales. Sin embargo, parece conceptualmente más sólido justificar la utilización de retardos defendiendo su utilidad para minimizar a priori la posibilidad de simultaneidad que identificándolos como la mejor variable instrumental disponible -a menudo la única, de hecho- con la que resolver dicho problema, dado que el diagnóstico de la endogeneidad está sujeto a importantes cuestionamientos metodológicos.

8.2.3. Correlación, causalidad y simultaneidad

Independientemente de la correlación estadística que liga a dos variables, deducir a partir de este hecho que dichas variables se relacionan causalmente en el sentido lógico es una cuestión de razonamiento económico, no de estadística. Evidentemente, la existencia de una correlación estadística puede reforzar la hipótesis de que existe

una relación de causalidad, pero el principal sustento de dicha hipótesis será su sentido económico, es decir, la existencia de un relato razonado y contrastado en la medida de lo posible -por evidencia cualitativa o cuantitativa previas- que apoya la existencia de vínculos entre las variaciones de ambas variables.

La ausencia de simultaneidad no elimina en modo alguno la necesidad de ser cautelosos a la hora de inferir causalidad a partir de correlación. En este sentido, la existencia de un relato razonado económica y lógicamente seguirá siendo la base más importante para poder realizar dicha inferencia. Ahora bien, cuando dicho relato económico existe, la ausencia de simultaneidad entre las variables explicativas y explicada asegura que la correlación estadística entre ellas, en caso de detectarse, es un punto de apoyo fiable no solo para sustentar la existencia de causalidad, sino también para describir el sentido en el que dicha causalidad opera.

En el marco concreto de este análisis, parece razonable pensar que los flujos de capital son fruto de decisiones en las que influyen presumiblemente variables como los tipos de interés, la aversión al riesgo o la regulación de los flujos de capital, entre otras. Este relato es en esencia el que plantea el enfoque teórico de los modelos de balance de cartera para la determinación de los tipos de cambio, y parece tener sentido económico así como cierto respaldo empírico a partir de numerosos análisis de caso y de sección cruzada previos.

Sobre esta base, en el presente análisis econométrico cualquier diagnóstico respecto a la eficacia de la regulación afectando a una determinada partida de inversión deberá entenderse siempre en estos términos: dada la presumible ausencia de simultaneidad entre variable explicada y variables explicativas -por la propia construcción de las variables-, podrá suponerse que no existe endogeneidad y por lo tanto las estimaciones de parámetros serán consistentes. Así, la existencia de una correlación estadística contemporánea entre flujos de capital como variable explicada y regulación de flujos de capital como explicativa, descontado el efecto de otras variables de control, se podrá interpretar como una buena prueba de que la regulación afecta a los flujos de inversión, pudiéndose descartar que dicha correlación sea síntoma de un vínculo causal simultáneo entre ambas variables pero en sentido inverso.

Este razonamiento no implica negar la posibilidad de que exista correlación e indicios de causalidad entre los flujos de capital como causa y los valores retardados de la regulación de flujos de capital como efecto. De hecho es muy probable que tal efecto exista, pues en muchas ocasiones la regulación se adapta en función del comportamiento previo mostrado por los flujos. Pero puede suponerse razonablemente

que este vínculo causal desde los flujos hacia la regulación, si existe, no se manifestará en el presente análisis como una correlación estadística contemporánea entre las variables utilizadas, pues éstas se han construido de forma que se minimice la posibilidad de que exista simultaneidad. Así se garantiza tanto como es posible que la relación contemporánea entre las variables utilizadas pueda estimarse de forma consistente y que la correlación que se observe apoye, en su caso, la existencia de vínculo entre la regulación como causa y los flujos como efecto.

8.3. Estrategias para la construcción de modelos y valoración de resultados

8.3.1. Modelos descriptivos de los flujos y poder explicativo adicional de la regulación

La estrategia de estimación para analizar el impacto de la regulación de flujos de capital sobre cada una de las partidas de flujos entrantes se plantea en tres pasos. El primero es la construcción de modelos descriptivos básicos de los flujos de inversión entrante sin utilizar como variables explicativas los índices de regulación de flujos de capital. Según se deduce de la literatura revisada, hay variables que previsiblemente puedan ser útiles para este propósito, y precisamente son las sugerencias extraídas de trabajos previos las que han nutrido el proceso de selección de variables de control en el presente análisis. Pero en modo alguno parece existir algo parecido a un modelo único que pueda considerarse válido con cierto grado de generalidad para describir los flujos de capital y por lo tanto sea útil como punto de partida del análisis. Adicionalmente, aunque tal modelo existiera para el flujo entrante total, el propósito es describir también las distintas subpartidas en que éste se desagrega, y parece muy poco razonable suponer que las variables explicativas más útiles para describir la inversión de cartera en renta variable y la inversión de cartera en renta fija de corto plazo, por ejemplo, sean exactamente las mismas.

En consecuencia, el enfoque elegido consiste en construir distintos modelos descriptivos básicos para cada una de las partidas de flujos analizada, tantos como sea posible. Conformados a partir de conjuntos diferentes de variables, cada uno de estos modelos constituirá una descripción alternativa de esa partida de inversión. El proceso de construcción comienza detectando variables que sean significativas individualmente como única regresora de la partida de flujos en cuestión. Con cada una de estas variables se prueban como segundas regresoras todas las demás, logrando quizá algunos modelos con dos regresoras significativas sobre los que se probará a añadir cada una de las restantes variables como tercera regresora. El

proceso continúa hasta que el modelo no admita ninguna regresora adicional que resulte significativa, siendo la única restricción que aparezca como máximo una variable de tipo de interés y una variable de aversión al riesgo en cada modelo.

El segundo paso consiste en tomar los modelos descriptivos básicos y añadir a cada uno de ellos, de una en una, las distintas variables de regulación de flujos de capital para ver si resultan significativas. Cada modelo en que una variable de regulación de flujos de capital añadida resulta significativa, manteniendo las variables de control su significatividad, se guarda como un modelo “completo”. Un modelo en que la variable de regulación añadida no resulta significativa mientras todas las variables de control que conformaban el modelo básico continúan siéndolo supone que no hay indicios de eficacia por parte de ese índice de regulación. Por último, puede ser que la variable de regulación añadida no sea significativa y alguna o algunas de las variables de control que conformaban el modelo básico de partida tampoco lo sean. En este caso, se eliminan sucesivamente y de una en una las variables distintas de la regulación que no son significativas. El resultado final será siempre un modelo con menor número de variables, en el que o bien todas ellas serán significativas incluida la regulación -constituyendo por lo tanto un nuevo modelo “completo”- o bien solo la regulación será no significativa, lo que supone de nuevo que no hay indicios de eficacia.

El tercer paso de la estrategia consiste en comparar, para cada una de las partidas de flujos como variable dependiente, la capacidad explicativa de todos los modelos construidos que la describen, tanto los básicos como los completos. Cuando un modelo completo supera en capacidad explicativa al mejor modelo básico, se interpreta que existe un buen indicio de que la variable de regulación utilizada en el modelo completo afecta a la partida de flujos que actúa como variable dependiente, pues utilizando la variable de regulación se puede llegar a una descripción más ajustada de esa partida de inversión. En caso contrario, se acepta que el indicio de eficacia tiene una intensidad mínima, pues la mejor descripción posible de los flujos no utiliza la regulación como una de sus regresoras.

La comparación de los modelos en cuanto a su capacidad de ajuste a los datos de flujos de entrada se hace a partir de cuatro criterios de información o bondad de ajuste: Schwarz, Akaike, Desviación Típica de las Innovaciones y Hannan-Quinn. Cuantos más criterios sugieran que el modelo completo es superior al mejor modelo básico, más fuertes se considerarán los indicios de eficacia de la regulación captada por esa variable.

Así pues, la intensidad que se asocia a un indicio de eficacia, en el marco de este

trabajo, no alude a la magnitud cuantitativa del efecto detectado, pues no se relaciona con el valor de los parámetros estimados o con su impacto cuantitativo sobre la variable dependiente. La intensidad del indicio de eficacia se entiende como el número de criterios que avalan la superior capacidad de ajuste del modelo completo que contiene la variable de regulación en comparación con el mejor modelo básico sin variables de regulación como regresoras.

8.3.2. Análisis de fiabilidad

La fiabilidad de los resultados se analiza en dos vertientes: el análisis de los residuos de los modelos y la robustez de los resultados obtenidos. En cuanto a los residuos de los modelos estimados, se trata de comprobar en qué medida verifican las tres hipótesis exigibles para que los modelos sean aceptables estadísticamente: distribución normal, varianza constante (ausencia de heterocedasticidad) y ausencia de autocorrelación. La metodología de construcción de modelos asegura no solo la ausencia de autocorrelación en los residuos, sino también que su media es nula, pues en todos los modelos se prueba la significatividad de un parámetro constante.

En cuanto a la robustez de los resultados, se utilizan cuatro vías de comprobación. La primera está implícita en la propia estrategia de elaboración de modelos, basada en construir el mayor número posible de modelos alternativos básicos para describir cada partida de inversión. La justificación principal de este enfoque, como se ha razonado, es la inexistencia de un modelo único aceptado como descripción básica de la inversión, pero existe otra, y es precisamente que permite un contraste sencillo pero exigente de la robustez de los resultados. La capacidad explicativa marginal que aporta la regulación para describir una partida de inversión se pone a prueba sobre tantas descripciones básicas de dicha partida como modelos básicos se han podido elaborar, y no tan solo sobre un único modelo. Así, no puede objetarse que el diagnóstico de eficacia es poco robusto por descansar en una elección determinada de variables de control, ya que de hecho se han considerado como punto de partida las distintas combinaciones de variables de control que mejor describen cada una de las partidas de inversión sometidas a análisis.

La segunda vía para comprobar la robustez es la comparación de los indicios de eficacia de los distintos índices de regulación actuando sobre una misma partida de inversión. Los índices contruidos en cada uno de los casos analizados son marcadamente colineales entre sí, porque computan conjuntos de medidas que, dependiendo de los índices, son hasta cierto punto comunes, y también porque todos

los ámbitos de regulación considerados para su construcción se endurecen y aligeran de forma bastante paralela. Así pues, realmente lo que se está sometiendo a análisis no es tanto la eficacia de conjuntos diferentes de medidas de regulación, sino más bien la sensibilidad de los modelos ante la utilización de cuantificaciones distintas pero bastante parecidas de la regulación de flujos de capital. Constituirá una prueba de robustez que los indicios de eficacia de la regulación sobre una partida de inversión, ya sea por su signo o su intensidad, no dependan de cuál sea el índice de regulación escogido como regresor.

La tercera vía para analizar la robustez es comprobar el posible efecto de cada variable de regulación de flujos de capital sobre distintas partidas de flujos de capital. Eso da más oportunidades al surgimiento de incoherencias en los resultados que, de ser importantes, indicarían poca robustez de los mismos. Un ejemplo de esto sería la detección de un efecto negativo de un índice sobre una partida de inversión junto con efectos positivos o inexistentes del mismo índice sobre las subpartidas en que aquella se desagrega.

Como cuarto y último test de robustez, se repite toda la metodología de construcción de modelos descrita añadiendo a todas las posibles variables de control mencionadas tres nuevas regresoras que reflejan los flujos de inversión destinados hacia un conjunto representativo de países emergentes. En el caso de Brasil, se utilizan las variables “y_noied_eme1”, “y_cart_eme1” y “y_otr_eme1”, que computan respectivamente el flujo total distinto a la IED, el flujo de cartera y el flujo de otras inversiones hacia un conjunto representativo de países emergentes en el que no se incluye a Brasil; análogamente, “y_noied_eme2”, “y_cart_eme2” y “y_otr_eme2” se utilizan en el caso de Perú y computan flujos dirigidos a un conjunto representativo de países emergentes que no incluye a Perú.

La hipótesis que subyace a este planteamiento es que los flujos hacia los distintos países emergentes tienen en muchos casos factores impulsores comunes, que podrían considerarse condensados en la variable que computa el flujo total que llega a dichas economías. Esta variable podría ser entonces una buena aproximación inicial al flujo que llega a la economía analizada. Si la regulación de flujos de capital se muestra significativa al añadirse como regresora a un conjunto de variables de control entre las que se encuentra el flujo agregado hacia países emergentes, ello supondría un indicio adicional de eficacia.

No se han incluido desde un primer momento los flujos hacia países emergentes entre las regresoras de control por dos motivos. En primer lugar se dispone tan solo de

datos trimestrales para estas variables. Dado que en el caso de Brasil el análisis econométrico se hace con datos mensuales, para introducir el flujo hacia emergentes como variable explicativa el método adoptado es necesario asignar el mismo dato a los tres meses del trimestre, algo que evidentemente condiciona el resultado en el caso de Brasil y, por lo tanto, dificulta la comparación con Perú, donde este desajuste de frecuencia no existe ya que todos los datos son trimestrales. En segundo lugar, la presumible ausencia de endogeneidad no es aplicable en este caso, lo que también aconseja no incluir estas variables en los modelos iniciales. El flujo hacia países emergentes, los flujos hacia Brasil y los destinados a Perú son datos contemporáneos y puede argumentarse que la correlación estadística entre ellos podría ser reflejo de una causalidad de doble sentido, aunque se excluya en cada caso del cómputo agregado el flujo hacia la economía sometida a análisis. Es decir, puede sostenerse que la tendencia general hacia los emergentes arrastra a los inversores a acudir también a Brasil, pero es igualmente posible argumentar que la actitud de los inversores hacia un país tan relevante como Brasil puede influir de forma contemporánea en las decisiones de los inversores hacia el resto de emergentes.

Este trabajo no utiliza las técnicas que podrían servir para analizar y abordar de forma más consistente la posible endogeneidad, pues supondría extender considerablemente el análisis. Por ello, se utilizan los flujos hacia emergentes como uno más entre varios test de robustez, aun advirtiendo de que hay que tomar los resultados con cautela.

8.4. Resultados para el caso de Brasil

Para el caso de Brasil se han estimado 60 modelos que describen las 9 partidas de flujos de entrada analizadas. Para cada una de ellas se toma en cuenta el mejor de los modelos básicos -sin variables de regulación entre sus regresoras- junto con los mejores modelos completos que se han podido construir añadiendo a los modelos básicos cada uno de los índices de regulación. Los índices de regulación “rc_dir1” y “rc_tot1” se prueban como regresores de todas las partidas de flujos. Por su parte, “rc_cart1”, “rc_cart2”, “rc_rf1” y “rc_rf2” se prueban como regresoras con todas las partidas y subpartidas de inversión de cartera y, dado que hay fuertes indicios de eficacia, se prueban también como regresoras de las variables agregadas “y_noied” o “y”. Por último, el índice “rc_banc” se prueba como regresora de las partidas calificadas como “otras inversiones”, y al no detectarse apenas síntomas de eficacia no se prueba su capacidad explicativa sobre los flujos agregados “y” o “y_noied”, que sería presumiblemente aún menor. En este epígrafe se ofrece un análisis agregado de los resultados obtenidos, pudiendo encontrarse los principales detalles de todos los

modelos considerados en el anexo VI.

8.4.1. Variables explicativas útiles

Dejando aparte por el momento los índices de regulación de flujos de capital, los 60 modelos considerados se han ajustado utilizando 13 variables regresoras de control, que presentan siempre el signo esperado para su coeficiente estimado: positivo para las variables de diferencial de tipo de interés, del atractivo de Brasil y del atractivo de los países emergentes, y negativo para las variables de riesgo y de expectativa del tipo de cambio, algo razonable pues un valor positivo de la misma indica expectativa de depreciación del BRL respecto al USD.

Las variables que representan el riesgo percibido por los inversores son las más útiles para describir la inversión que llega hacia Brasil, pues están presentes en 52 de los 60 modelos considerados, siendo siempre el primer o segundo tipo de variable más utilizada para describir 8 de las 9 partidas analizadas (tabla 8.1).

Tabla 8.1. Brasil: variables de control útiles como descriptoras de los flujos entrantes (60 modelos estimados)*

	Mod. útiles	Mod. útiles completos (incluyen regulación como regresora)	Variables regresoras útiles distintas de los índices de regulación*
Y	5	4	exp_tc (5); vix(5); bovespa0 (5); pib_r (1)
y_noied	11	9	embi_b (11); dtir_tc (7); dtir (4); exp_tc (4);
y_cart	10	8	embi_b (10); dti_tc (7); bovespa3 (5); exp_tc (3); dtir (1)
y_cart_acc	7	6	exp_tc (7); bovespa0 (6); pib_r (1)
y_cart_rf	6	4	embi_b (6); exp_tc (1)
y_cart_rf_lp	7	6	Bovespa0 (7); embi_b (6); embi_al (1); dtir_tc (1)
y_cart_rf_cp	8	6	bovespa0 (6); embi_al (5); embi_g (2); Dtir (1); dtir_fw (1); pib_eme (1)
y_otr	4	3	embi_b (3); embi_al (1); pib_eme (1)
y_otr_cp	2	0	Dtir (2); embi_al (1); vix (1); pib_eme (1)

* Entre paréntesis se indica el número de modelos en que la variable aparece como regresora significativa

Individualmente, el indicador EMBI Brasil (variable “embi_b”) es la regresora más útil, apareciendo en 36 modelos. La inversión de cartera en acciones es la única partida para cuya descripción no resultan útiles las variables de riesgo, algo que puede ser entendible si se acepta que, en términos generales, un indicador como EMBI que informa de la rentabilidad con la que se negocia la deuda soberana en el mercado

secundario será un factor más determinante para la inversión en títulos de deuda o en deuda bancaria, y no tanto para la inversión en renta variable.

Las variables que capturan el atractivo de Brasil para el inversor se sitúan en segundo lugar en cuanto a su utilidad como regresoras, presentes en 31 modelos, siendo especialmente relevantes las variables que computan el rendimiento bursátil, con 29 apariciones. En tercer lugar se encuentran los diferenciales de tipo de interés entre Brasil y el exterior, presentes en 24 de los 60 modelos. A continuación se situaría la expectativa del tipo de cambio (“exp_tc”) que aparece como regresora en 20 modelos y es más útil individualmente que cualquiera de las variables de tipo de interés. En quinto lugar aparece la variable “pib_eme”, útil en 3 modelos, como única representante de las variables que capturan el atractivo de los países emergentes para los inversores. Ninguna de las variables que representan el atractivo de Brasil en términos relativos con respecto al conjunto de países emergentes resulta útil para describir los flujos hacia Brasil.

8.4.2. Incidencia de la regulación de flujos de capital

El diagnóstico respecto al efecto de cada una de las 7 variable de regulación sobre una partida concreta de flujos admite seis posibles resultados distintos (tabla 8.2). Si la celda correspondiente está en blanco quiere decir que no hay el más mínimo rastro de eficacia, porque no ha sido posible construir ningún modelo completo con esa partida de inversión como variable dependiente y con esa variable de regulación como regresora significativa. Cuando ha sido posible estimar algún modelo completo con esa variable de regulación como regresora se indica el signo del coeficiente estimado para la regulación y entre paréntesis el número de criterios de comparación (de entre los criterios de Schwarz, Akaike, Desviación Típica de las Innovaciones y Hannan-Quinn) bajo los que la capacidad de ajuste supera a la del mejor modelo básico -sin variables de regulación entre sus regresoras- ajustado a esa partida de inversión.

Se establecen así cinco niveles de intensidad creciente para un indicio de que una variable de regulación afecta a una partida de inversión: el “0” indicaría un indicio de intensidad mínima, pues no estaría avalado por ningún criterio de información, y el “4” (remarcado en negrita) un indicio de intensidad máxima avalado unánimemente por los cuatro criterios, mientras los niveles “1”, “2” o “3” constituirían indicios de intensidad intermedia con el refrendo de 1, 2 o 3 criterios de información, respectivamente.

El análisis realizado indica que las variables de regulación, allí donde resultan

significativas, tienen siempre un efecto negativo sobre los flujos de inversión entrante, sea cual sea la partida considerada. A partir de los indicios de eficacia de la regulación sobre las distintas partidas y subpartidas de inversión, se deduce que la regulación probablemente habría contribuido a una alteración de la composición de los flujos en cuatro ámbitos, siempre de forma favorable a los deseos de los reguladores. En primer lugar, los flujos distintos a la IED habrían perdido peso relativo frente a la IED en el total de inversión entrante, pues la regulación parece incidir negativa e intensamente sobre el flujo distinto a la IED y en cambio el efecto es negativo pero muy poco intenso sobre el flujo entrante total.

Tabla 8.2. Brasil: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital (60 modelos estimados)*

			rc_dir1	rc_tot1	rc_cart1	rc_cart2	rc_rf1	rc_rf2	rc_banc
Y (5)			- (0)	- (0)		- (0)		- (0)	
	y_noied (11)		- (4)	- (4)	- (2)	- (4)	- (3)	- (4)	
		y_cart (10)	- (4)	- (4)	- (4)	- (4)	- (4)	- (4)	
		y_cart_acc (7)	- (0)	- (0)	- (0)	- (0)	- (0)	- (1)	
		y_cart_rf (6)	- (3)			- (3)	- (0)	- (2)	
		y_cart_rf_lp (7)	- (2)	- (1)	- (1)	- (2)	- (2)	- (2)	
		y_cart_rf_cp (8)	- (3)	- (0)	- (4)	- (4)	- (4)	- (0)	
		y_otr (4)	- (0)	- (0)					- (0)
		y_otr_cp (2)							

*Cada fila corresponde a una partida de flujos de entrada actuando como variable dependiente y cada columna a una variable de regulación actuando como regresora. Entre paréntesis, junto a cada partida de flujos, se indica el número total de modelos, tanto básicos como completos, estimados con esa partida como variable dependiente

En segundo lugar, y por un razonamiento análogo, la inversión de cartera habría perdido peso relativo frente a la partida de otras inversiones dentro del conjunto de flujos distintos a la IED, siendo este uno de los efectos más claros que muestra el análisis. Esto puede considerarse un éxito pues la inversión de cartera es la que suscita desde 2009 y de forma más constante la preocupación de los reguladores, y también la que recibe el efecto de la mayor parte de las medidas de regulación adoptadas, mientras que la partida de otras inversiones se convierte en objetivo para los reguladores solamente a partir de 2011. En tercer lugar, la inversión en renta fija habría perdido peso relativo frente a la inversión en renta variable dentro de la partida de inversión de cartera. En cuarto y último lugar, la inversión en renta fija de corto plazo habría perdido peso relativo frente a la inversión en renta fija de largo plazo

dentro de la partida de inversión de cartera en renta fija, si bien los indicios de este último efecto son más tenues.

Junto a estos efectos, es necesario señalar otros dos que eran también perseguidos por los reguladores y que no se habrían logrado. El volumen total de inversión bruta entrante en Brasil no parece haber disminuido a consecuencia de la regulación, y tampoco se habría logrado mermar el peso relativo de los flujos de corto plazo dentro de la partida de otras inversiones, ni siquiera por parte de la regulación que afecta exclusivamente a los bancos y se computa en “rc_banc”.

Ahora bien, existe evidencia estadística bastante sugerente de que la regulación sobre las actividades bancarias a partir de 2011 provoca una extensión en el plazo de vencimiento de la financiación que los bancos logran del exterior mediante préstamos o emisiones de títulos en divisas (Pereira da Silva y Harris, 2012, p. 32,33). Esta aparente contradicción con el presente análisis puede tener al menos tres explicaciones. En primer lugar, el efecto que refiere la literatura sobre los pasivos en USD podría ser insignificante en la partida agregada de otras inversiones, dominada quizá por flujos en moneda doméstica, algo que no puede verificarse al no disponer de datos de balanza de pagos desagregados por divisas. También podría ser que el efecto fuera econométricamente indetectable porque la cuantificación realizada de la regulación, basada en el simple cómputo de eventos, fuera incapaz de captar la relevancia de las variaciones de regulación en este ámbito. Por último, hay que recordar que la regulación prudencial bancaria en este ámbito se modifica de forma activa únicamente a partir de mayo de 2011, mientras la partida de otras inversiones varía de forma ininterrumpida entre enero de 2006 y diciembre de 2013, lo que puede imposibilitar la detección de correlaciones estadísticas en el periodo completo considerado sin que esto signifique negar la presencia de efectos concretos, incluso notables, en subperiodos más cortos, como sugiere la evidencia estadística.

En definitiva, la regulación de Brasil parece haber sido eficaz afectando a la composición de los flujos en la forma pretendida por los reguladores, pero no habría ocurrido lo mismo con el volumen total de inversión entrante, que no se habría visto alterado. La eficacia provendría probablemente de la capacidad de la regulación de incidir sobre la inversión de cartera y sus diferentes subpartidas, que constituye de hecho el objetivo primordial de una regulación centrada en gran medida en regular el acceso de los inversores extranjeros al mercado de valores doméstico. Ahora bien, también hay pruebas estadísticas, si bien no econométricas, de que la regulación habría logrado igualmente alterar la composición de la partida de otras inversiones en el sentido deseado por los reguladores, al menos en la parte que tiene que ver con la

financiación en divisas en el exterior. De lo anterior se deduce una cierta reducción de la contribución de los flujos de capital a los problemas y riesgos que justifican la instauración de la regulación analizada.

En la literatura que se ha revisado hay dos precedentes destacables en cuanto al análisis de eficacia de la regulación brasileña alterando el volumen y la composición de los flujos de inversión. El IMF (2013a, pp. 18–22) sugiere que la regulación entre marzo de 2008 y junio de 2012 se correlacionaría con una disminución de los flujos de cartera, mientras para Baumann y Gallagher (2012) la regulación aplicada entre enero de 2009 y diciembre de 2011 no habría tenido efecto en el volumen de flujos totales ni en el volumen de flujos totales distintos a la IED. Ambos trabajos concordarían en que probablemente la regulación habría logrado incrementar el peso de los flujos de más largo plazo.

Así pues, la literatura previa parece razonablemente consistente con el presente análisis, si bien la fiabilidad de este contraste es relativa por razones metodológicas. Los trabajos previos se centran en los flujos netos y no brutos. Adicionalmente, el trabajo del IMF (2013a, pp. 18–22) utiliza una cuantificación de la regulación similar a la del presente análisis pero el periodo de estimación es completamente distinto, abarcando desde enero de 2000 hasta junio de 2012. Por último, Baumann y Gallagher (2012) incluyen como parte de la regulación medidas prudenciales bancarias, al igual que este trabajo, pero la regulación se introduce en el modelo mediante distintas variables dicotómicas y no mediante un índice que compute eventos de regulación.

8.4.3. Fiabilidad de los resultados

El análisis de fiabilidad requiere en primer lugar observar el comportamiento de los residuos de los 60 modelos estimados. En ninguno de dichos modelos hay rastros relevantes de autocorrelación, pero solo en un 22% de los casos (13 modelos) los residuos presentan un comportamiento óptimo, sin rechazar ni la hipótesis de normalidad ni la de ausencia de heterocedasticidad. Por el contrario, en un 78% de los modelos (47 modelos) se rechaza al menos alguna de estas dos hipótesis, ya sea la de distribución normal (37 modelos, el 62%), la de ausencia de heterocedasticidad (2 modelos, el 3%), o ambas (8 modelos, el 13%).

En primer lugar, puede señalarse que estos problemas son hasta cierto punto inevitables. Las variables dependientes son flujos brutos de inversión marcadamente

volátiles, un rasgo habitual en la inversión hacia países emergentes. Además, es también razonable que la variabilidad no sea constante a lo largo de todo el periodo analizado, ya que éste incluye los años 2008 y 2009, en los que la volatilidad es particularmente alta por el colapso de Lehman Brothers y la inestabilidad consiguiente. En definitiva, parece lógico que los residuos no se distribuyan normalmente y con varianza constante.

Ahora bien, lo relevante es analizar las consecuencias prácticas que suponen los problemas señalados. La heterocedasticidad en los residuos nos permite suponer que el error del modelo es también heterocedástico, lo que implica que la varianza estimada de los parámetros puede estar sesgada. Análogamente, la ausencia de normalidad en los residuos sugiere un error del modelo que tampoco se distribuye normalmente, lo cual a su vez impide asegurar que los parámetros estimados se distribuyan normalmente. Ninguna de estas dos cuestiones compromete la consistencia de la estimación, pero sí la fiabilidad de los intervalos de confianza para los contrastes de hipótesis sobre los parámetros estimados.

Teniendo en cuenta esta situación, el diagnóstico de eficacia ofrecido en el presente trabajo no se ha basado en el impacto cuantitativo de la regulación sobre la variable dependiente, una opción que habría arrojado resultados claramente poco fiables al involucrar la utilización de intervalos de confianza que podrían estar sesgados. La metodología que se ha seguido evita esta problemática pero tampoco está exenta por completo de cuestionamientos. Los modelos con los que se trabaja, ya sean “básicos” o “completos”, son aquellos en los que todas las variables son significativas. Pero dado que una gran mayoría de los modelos podrían presentar sesgos en las varianzas estimadas de los parámetros, la significatividad de éstos no puede tomarse como un dato absolutamente fiable. Alguno de los modelos que se han considerado podría no ser en el fondo relevante, porque sus regresoras quizá no sean realmente significativas, y a la inversa, algún modelo podría haber sido erróneamente descartado al aparecer como no significativa una variable que quizá en realidad sí lo fuera.

Por su parte, la comparación de modelos en cuanto a su bondad de ajuste, de la que deriva de forma directa el diagnóstico de eficacia, no parece verse cuestionada por el comportamiento de los residuos. El motivo es que los criterios de información considerados para la comparación no están afectados por los posibles sesgos en las varianzas estimadas de los parámetros, sino únicamente por los valores estimados de los coeficientes -que son consistentes- y por otros parámetros como el número de regresores o el número de datos de la muestra. Por último, el signo de los coeficientes también parece razonablemente fiable en la medida en que las estimaciones son

consistentes.

Por lo tanto parece que el comportamiento de los residuos obliga a ser bastante cauteloso en principio respecto a la fiabilidad del diagnóstico de eficacia ofrecido. Ahora bien, antes de valorar de forma definitiva esta cuestión conviene analizar la robustez de los resultados de los modelos estimados. En este sentido, cabe decir en primer lugar que la coherencia en los indicios de eficacia de la regulación es notable para una misma partida de inversión y distintos índices de regulación de flujos de capital. En cada partida, todos los índices que aparecen como significativos lo hacen con el mismo signo, negativo, y la intensidad de los indicios de eficacia es también aceptablemente estable. Los indicios más fuertes de eficacia (“-(4)”) nunca aparecen en solitario dentro de una misma partida, y lo mismo puede decirse con los indicios más débiles de eficacia (“-(0)” o celda en blanco). Tampoco aparecen juntos en la misma partida indicios de eficacia nula (celda en blanco) junto con indicios de eficacia máxima (“-(4)”).

En segundo lugar, la coherencia de los resultados es también notable para un mismo índice de regulación actuando sobre las distintas partidas de inversión, pues no se detectan contradicciones claras entre los indicios de eficacia sobre una partida y sobre las subpartidas que la componen. En tercer lugar, los resultados también parecen bastante robustos cuando se tienen en cuenta a efectos del diagnóstico de eficacia los modelos contruidos incluyendo como posibles regresoras de control los flujos hacia países emergentes. La introducción de estas nuevas variables permite añadir 11 modelos al conjunto inicial de 60. De todos ellos se deriva un nuevo análisis de eficacia análogo metodológicamente al ya expuesto, y cuyos resultados pueden considerarse razonablemente coincidentes con los obtenidos inicialmente (tabla 8.3).

Los indicios de eficacia son idénticos a los obtenidos anteriormente para todos los índices de regulación en siete de las nueve partidas de inversión, y son más tenues, aunque los signos de los parámetros estimados no varían, en las partidas de inversión de cartera e inversión en renta fija de corto plazo. En suma, la capacidad explicativa marginal que aportan los índices de regulación de flujos de capital no parece depender en exceso de si en la construcción de los modelos descriptivos básicos se utilizan como regresoras los flujos hacia países emergentes.

Para pronunciarse respecto a la fiabilidad de los resultados parece necesario poner en común la cuestión de la robustez con la del comportamiento de los residuos de los modelos, algo que puede hacerse comparando entre sí dos grupos de modelos, aquellos que tienen residuos bien comportados y aquellos que no.

Tabla 8.3. Brasil: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital en los modelos estimados considerando como regresoras variables que computan los flujos hacia países emergentes (71 modelos estimados)*

			rc_dir1	rc_tot1	rc_cart1	rc_cart2	rc_rf1	rc_rf2	rc_banc
Y (6)			- (0)	- (0)		- (0)		- (0)	
	y_noied (11)		- (4)	- (4)	- (2)	- (4)	- (3)	- (4)	
		y_cart (17)	- (1)	- (1)	- (3)	- (0)	- (3)	- (2)	
		y_cart_acc (9)	- (0)	- (0)	- (0)	- (0)	- (0)	- (1)	
		y_cart_rf (6)	- (3)			- (3)	- (0)	- (2)	
		y_cart_rf_lp (7)	- (2)	- (1)	- (1)	- (2)	- (2)	- (2)	
		y_cart_rf_cp (9)	- (1)	- (0)	- (2)	- (2)	- (2)	- (0)	
		y_otr (4)	- (0)	- (0)					- (0)
		y_otr_cp (2)							

* Cada fila corresponde a una partida de flujos de entrada actuando como variable dependiente y cada columna a una variable de regulación actuando como regresora. Entre paréntesis, junto a cada partida de flujos, se indica el número total de modelos, tanto básicos como completos, estimados con esa partida como variable dependiente

Un primer ámbito de comparación es el signo de las variables. Todas y cada una de las regresoras significativas en los 60 modelos estimados, tanto variables de control como índices de regulación, presentan signos absolutamente estables y consistentes con lo que cabría esperar, independientemente de si su significatividad es del 1%, del 5% o del 10% y de si los modelos tienen residuos bien comportados o no. En cuanto a los índices de regulación, si los posibles sesgos en sus varianzas fueran tan relevantes como para llevarnos a engaño respecto a su significatividad, parece difícil que en los 46 modelos en los que hay índices de regulación significativos su signo fuera siempre negativo, tanto en los 7 modelos de residuos bien comportados como en los 39 en que no lo son, e independientemente de su grado de significatividad, que es diverso. Un razonamiento análogo puede hacerse respecto a las variables de control.

Un segundo ámbito de comparación es el diagnóstico de eficacia. Los resultados expuestos derivados del análisis conjunto de los 60 modelos considerados son plenamente consistentes con los que surgirían del subgrupo de 12 modelos cuyos residuos se comportan a la perfección. Cuatro de estos modelos (modelos 22, 23, 24 y 26) describen la partida “y_cart”, tienen como regresor algún índice de regulación (“rc_cart1”, “rc_cart2”, “rc_rf1” y “rc_rf2” respectivamente) y superan bajo todos los criterios de comparación a los mejores modelos básicos ajustados para esa partida

(modelos 17 y 18). Por su parte, los modelos de esta misma partida cuyos residuos no se comportan a la perfección pero que también incluyen como regresora un índice de regulación (modelos 19, 20 y 21) sugieren exactamente el mismo resultado, pues bajo los cuatro criterios de comparación superan a los mejores modelos básicos para esa partida. Es decir, en la partida “y_cart” el diagnóstico respecto a la eficacia es el mismo si se toman en consideración todos los modelos que si solo se toman en cuenta aquellos con los residuos bien comportados. Por su parte, la partida “y_cart_rf_cp” es descrita por 8 modelos, y todos ellos tienen residuos perfectamente comportados, de los cuales seis utilizan como regresora un índice de regulación, superando cuatro de ellos al mejor modelo básico ajustado para esa partida bajo 4 o 3 criterios de comparación, según el caso.

En suma, valorando de forma conjunta toda la evidencia respecto a la fiabilidad de los resultados, es indudable que el hecho de que una mayoría de los modelos presentados tengan residuos que no se comportan adecuadamente obliga a ser muy cautelosos respecto a la fiabilidad del diagnóstico de eficacia ofrecido. Ahora bien, a la vista de la robustez de los resultados en los 60 modelos estimados, sea cual sea la dimensión en que se analice dicha robustez, no parece justificado cuestionar en lo fundamental la relevancia de dicho diagnóstico y puede decirse que el análisis econométrico ofrece resultados razonablemente fiables.

8.5. Resultados para el caso de Perú

La metodología para la construcción de modelos y el diagnóstico de eficacia de los distintos índices de regulación es análoga a la utilizada para Brasil. En el caso de Perú se consideran útiles 34 modelos que describen las diez partidas de flujos de entrada analizadas. Los índices de regulación “rc_dir1” y “rc_tot1” se han probado como variables explicativas de las diez partidas de inversión, mientras que las variables de regulación de tipo parcial se prueban como regresoras de todas las partidas a las que pueden afectar. En este epígrafe se ofrece un análisis agregado de los resultados obtenidos, pudiendo encontrarse los principales detalles de todos los modelos considerados en el anexo VI.

8.5.1. Variables explicativas útiles

Dejando aparte los índices de regulación de flujos de capital, los 34 modelos considerados se han estimado utilizando 13 variables regresoras de control, que presentan siempre el signo esperado para su coeficiente estimado: positivo para los

diferenciales de tipo de interés, algunas de las variables que captan el atractivo de Perú (pib real, balanza por cuenta corriente y precio del cobre), y también las variables que representan el atractivo de los países emergentes, mientras presentan signo negativo todas las variables de riesgo, una de las variables que captura el atractivo de Perú (ipc) y la expectativa del tipo de cambio, algo razonable pues un valor positivo de la misma indica expectativa de depreciación del PEN respecto al USD.

Las variables que representan el atractivo de Perú para los inversores son, en términos agregados, las más útiles para describir los flujos de inversión entrante. Aparecen en 23 de los 34 modelos que describen 8 de las 10 partidas de inversión analizadas, siendo el saldo por cuenta corriente la variable individualmente más útil al actuar como regresora en 16 modelos de seis partidas distintas (tabla 8.4).

Tabla 8.4. Perú: Variables de control útiles como descriptoras de los flujos entrantes (34 modelos estimados)*

				Mod. útiles	Mod. útiles completos (incluyen regulación como regresora)	Variables regresoras útiles distintas de los índices de regulación*
Y				2	1	exp_tc (2); bcc (2); pib_eme (2)
	y_noied			6	5	pib_eme (6); FTSE (4); dti_pen_tc (4); bcc (2); exp_tc (1); embi_per_eu (1)
		y_cart		1	0	dti_usd (1)
		y_otr		5	4	exp_tc (5); pib_eme (5); FTSE (4); bcc (1)
			y_otr_lp	3	2	dti_pen_tc (3); embi_per_eu (1)
			y_otr_lp_priv	2	0	emb_per_eu (2); pib_r (1); ipc (1); cobre_0 (1)
		y_otr_cp		9	8	exp_tc (6); bcc (6); embi_g (5); dtir_pen_tc (3); ipc (1)
			y_otr_cp_banc	1	0	pib_r (1); ipc (1)
			y_otr_cp_bc	1	0	bcc (1)
			y_otr_cp_resto	4	2	bcc (4); dtir_pen_tc (3); dti_usd (1); pib_r (1); embi_per_glo (1)

* Entre paréntesis se indica el número de modelos en que la variable aparece como regresora significativa

En segundo lugar se sitúan las variables que capturan el atractivo de los países emergentes, “pib_eme” y “FTSE”, útiles en 21 de los 34 modelos aunque solamente para describir 3 de las 10 partidas analizadas. En tercer lugar hay que mencionar a las variables que capturan el diferencial de tipos de interés con el exterior y en cuarto a la expectativa sobre el tipo de cambio, que es individualmente la segunda variable más utilizada, actuando como regresora en 14 modelos. Por último, las variables que

capturan el riesgo que los inversores asocian a Perú aparecen en 5 modelos, al igual que las variables que representan la valoración de Perú en relación al conjunto de países emergentes.

8.5.2. Incidencia de la regulación de flujos de capital

El análisis realizado indica que las variables de regulación, allí donde resultan significativas, tienen casi siempre el efecto esperado sobre los flujos de inversión entrante, negativo sobre las partidas de inversión agregadas o de corto plazo y positivo sobre las subpartidas que no preocupan a los reguladores, como las de largo plazo o los flujos de corto plazo no dirigidos hacia bancos comerciales o el Banco Central (tabla 8.5). La única excepción la constituye el índice “rc_ester2”, que parece incidir positivamente sobre el flujo total y el flujo total distinto a la IED, pero se trata de un indicio de intensidad mínima en una variable de regulación que, por lo demás, no parece ser útil para describir ninguna otra partida, con lo que no cabe otorgar demasiada importancia a este resultado.

Tabla 8.5. Perú: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital (34 modelos estimados)*

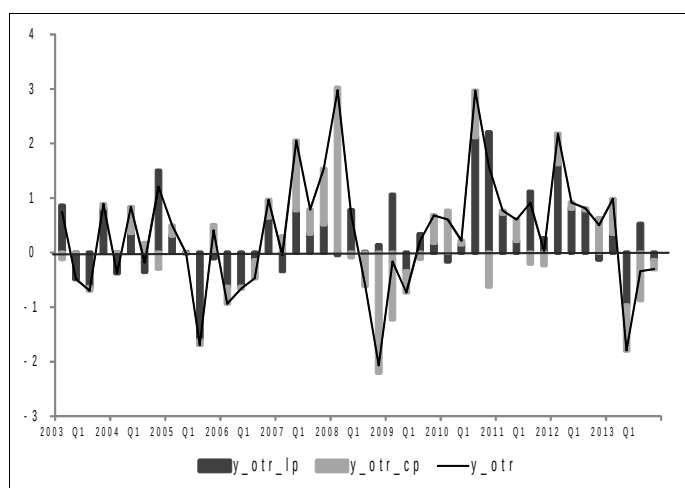
				rc_dir1	rc_tot1	rc_encaje	rc_ester1	rc_ester2	rc_ester3
Y (2)								+(0)	
	y_noied (6)			- (0)	- (0)	- (0)	- (0)	+(0)	
		y_cart (1)							
		y_otr (5)		- (4)	- (4)	- (4)	- (2)		
			y_otr_lp (3)		+(0)	+(0)			
			y_otr_lp_priv (2)						
			y_otr_cp (9)	- (2)	- (2)	- (2)	- (4)		- (1)
			y_otr_cp_banc (1)						
			y_otr_cp_bc (1)						
			y_otr_cp_resto (4)	+(0)	+(0)				

*Cada fila corresponde a una partida de flujos de entrada actuando como variable dependiente y cada columna a una variable de regulación actuando como regresora. Entre paréntesis, junto a cada partida de flujos, se indica el número total de modelos, tanto básicos como completos, estimados con esa partida como variable dependiente

A partir de los indicios de eficacia de la regulación sobre las distintas partidas y subpartidas de inversión, parece que la regulación habría logrado modificar la composición de los flujos entrantes de acuerdo a lo deseado por los reguladores, es

decir, disminuyendo el peso de los flujos de corto plazo dentro de la partida de otras inversiones. Esto se deduce del efecto negativo de la regulación sobre la partida de otras inversiones de corto plazo junto con el efecto inexistente o débilmente positivo sobre la partida de otras inversiones de largo plazo. Un análisis visual de los datos ofrece ya esta misma impresión, pues en el auge inversor de 2008 la subpartida dominante dentro de “otras inversiones” es casi en exclusiva la de corto plazo, mientras que en los dos auges posteriores de 2010 y 2012, que coinciden con la época de más fuerte regulación, la subpartida más relevante es con diferencia la de otros flujos de largo plazo (gráfico 8.1).

Gráfico 8.1. Perú (2003-2013): otros flujos de inversión (% PIB anual)



Fuente: elaboración propia. Datos del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

Los resultados son menos concluyentes respecto a si la regulación habría logrado que la partida de otras inversiones perdiera peso frente a la inversión de cartera dentro del conjunto de flujos distintos a la IED. Por una parte, no hay indicios de que la regulación haya afectado al flujo total y las pistas que sugieren que habría un efecto sobre el flujo total distinto a la IED son muy débiles. Dado que la partida de otras inversiones parece claramente disminuida, cabría deducir que la regulación habría contribuido a un incremento de la partida de inversión de cartera, pero este hecho no se observa. Esto puede ser debido a que la partida de inversión de cartera es prácticamente residual en Perú, lo que dificulta su modelización y por lo tanto la detección de la influencia que sobre ella puede tener la regulación, que en cualquier caso no sería muy relevante por la poca importancia de esa partida.

Aceptando como efecto más claro de la regulación la disminución en importancia absoluta y relativa de la partida de otras inversiones de corto plazo, es sorprendente que no haya ningún rastro de eficacia sobre los flujos de corto plazo hacia los bancos (“y_otr_cp_banc”) ni tampoco sobre los flujos de corto plazo hacia el Banco Central (“y_otr_cp_bc”), mientras que el efecto sea muy débil o si acaso positivo sobre el resto de otros flujos de corto plazo (“y_otr_cp_resto”). Parece difícil de entender que el efecto sobre tres subpartidas sea inexistente o positivo, mientras que el efecto sobre el agregado que ellas forman sea negativo y bastante intenso.

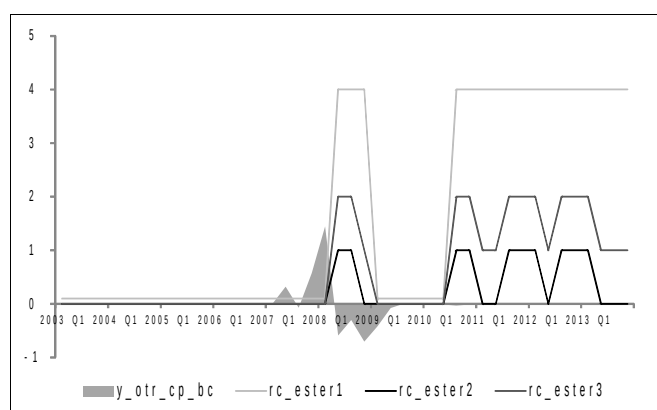
Una primera explicación podría ser que los efectos de la regulación sobre los flujos hacia bancos y Banco Central fueran demasiado débiles por separado como para ser detectables econométricamente, pero suficientemente importantes como para ser detectados de forma conjunta sobre la partida agregada de otras inversiones de corto plazo. Sin embargo, parece más satisfactoria otra explicación alternativa, como es que la regulación es muy efectiva sobre los flujos de corto plazo hacia el Banco Central, aunque esto no se detecta econométricamente, y de ahí deriva todo el efecto detectado sobre la partida agregada de otros flujos de corto plazo. La justificación de esta hipótesis merece una explicación detallada, dada su importancia para el diagnóstico final sobre la eficacia de la regulación.

Los flujos de inversión hacia el Banco Central se destinan a adquirir los títulos con los que esta institución esteriliza liquidez en moneda doméstica para aplicar su política monetaria. La regulación de flujos de capital que afecta a estos flujos tienen dos componentes. La primera es una tasa administrativa del 4% por la adquisición de dichos títulos, computada en “rc_ester1”, que supone un fuerte desincentivo para los inversores puesto que la tasa de referencia de la política monetaria no supera el 5% en todo el periodo analizado, excepto entre enero de 2008 y febrero de 2009 (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). La segunda medida es la utilización de títulos de esterilización que son inaccesibles para los inversores extranjeros, una restricción administrativa total para ese tipo de inversión que se computa en “rc_ester2”. La combinación de estas dos medidas, computada en “rc_ester3” supone una regulación siempre de gran intensidad que en determinados momentos constituye una prohibición total de acceso a este tipo de inversión.

Entre febrero y marzo de 2008 se produce la primera intensificación de la regulación sobre los flujos hacia el Banco Central, que están completamente restringidos durante los trimestres segundo y tercero de 2008 (gráfico 8.2). A finales de 2008 se elimina toda regulación en un intento de mitigar la fuerte retirada de inversores provocada por la elevada aversión al riesgo que se instala en los mercados tras el colapso de

Lehman Brothers. Entre el primer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010 no hay regulación en este ámbito, aunque la inversión en títulos de esterilización alcanza siempre valores negativos o positivos insignificantes, y es a partir del tercer trimestre de 2010 cuando se reactivan estas medidas con máxima intensidad, un endurecimiento preventivo pues no responde a un incremento previo de la inversión. A partir de ese momento la intensidad en la regulación cambia en numerosas ocasiones por la intermitencia en la utilización de títulos de esterilización inaccesibles a los extranjeros, pero manteniéndose vigente en todo momento la tasa administrativa del 4%.

Gráfico 8.2. Perú (2003-2013): flujos de entrada hacia títulos de esterilización del Banco Central (% PIB anual) y medidas de regulación que los afectan



Fuente: elaboración propia. Datos de flujos de entrada del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles); índices de regulación de flujos de capital de elaboración propia (véase el anexo V para más detalles)

En conjunto, cabe atribuir tres efectos a la regulación sobre el acceso a títulos de esterilización. El primero, bastante claro, es poner fin al auge de esta inversión en 2008. El segundo efecto es más discutible, pero parece que la regulación, aun sin estar en vigor, podría tener un efecto desincentivador de este tipo de inversión entre 2009 y principios de 2010. El motivo sería que una vez que el Banco Central ha utilizado estas medidas en 2008, los inversores saben que puede volver a hacerlo en cualquier momento mitigando quizá su interés por este tipo de títulos. El tercer efecto es de nuevo bastante claro, y supone la inexistencia de la inversión en títulos de esterilización a partir del tercer trimestre de 2010, una vez que se reinstaura la regulación.

La consideración de que esta regulación necesariamente ha tenido que ser eficaz

surge del hecho de que se trata de una regulación muy dura, que en ocasiones es una restricción administrativa completa. Ahora bien, para que esta eficacia fuera detectable económicamente sería necesario que apareciera una correlación estadística a lo largo de todo el periodo analizado entre las variaciones de la regulación y la de los flujos a los que afecta. Dicha correlación no aparece, y es lógico que no lo haga. Cuando la regulación se reinstaura preventivamente en 2010 los flujos a los que afecta ya son nulos desde hace varios trimestres. Posteriormente, “rc_ester3” sufre seis cambios de nivel entre el segundo trimestre de 2010 y finales de 2013, mientras la partida de inversión hacia el Banco Central es permanentemente nula, desincentivada quizá por la tasa administrativa permanente del 4% o porque la amenaza de la restricción total desanima a los inversores, incluso cuando dicha restricción no está vigente. El único cambio en la regulación que coincide en el tiempo con un cambio en la inversión se produce en el segundo trimestre de 2008, pero todo lo que ocurre posteriormente no solo no apoya la existencia de correlación estadística entre la regulación y los flujos, sino que de hecho contribuye a debilitarla.

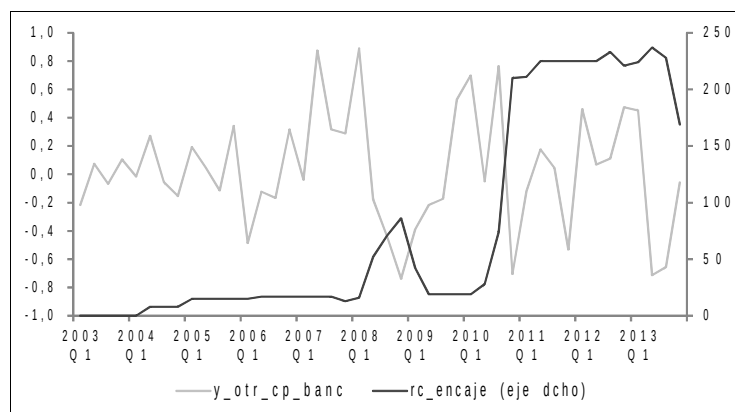
Aclarada la cuestión respecto a la partida de inversión de corto plazo hacia el Banco Central, cabe señalar ahora que no hay el menor indicio de eficacia de la regulación influyendo en los flujos de corto plazo hacia los bancos comerciales “y_otr_cp_banc”, que no se ve afectada por ninguno de los índices que computan el encaje bancario, ya sea en solitario como “rc_encaje” o junto con otras medidas como “rc_dir1” y “rc_tot1”, un resultado que parece razonable a partir de una inspección visual de los datos, pues esta partida de inversión no parece cambiar remarcablemente su comportamiento desde 2010, cuando la regulación de encaje se endurece de forma clara, respecto al que tuviera en 2008 cuando la regulación era mucho más tímida (gráfico 8.3).

La pregunta que surge a continuación es porqué regulaciones que se muestran económicamente ineficaces con las subpartidas de flujos de corto plazo sobre las que debieran actuar (“rc_encaje”, “rc_dir1” y “rc_tot1” sobre los flujos hacia bancos comerciales y “rc_ester1”, “rc_ester2” y “rc_ester3” sobre los flujos hacia el Banco Central) se muestran al mismo tiempo eficaces sobre la partida agregada de otros flujos de corto plazo.

En cuanto a la regulación sobre flujos hacia el Banco Central, la explicación probable es que la partida agregada de flujos de corto plazo se muestra menos activa a partir de 2010, lo que parece relacionarse con la desaparición de los flujos hacia el Banco Central, un hecho coincidente a su vez con el periodo más largo de vigencia de regulación sobre estos flujos. Es razonable que sea precisamente “rc_ester1” la variable que resulta más significativa y con incidencia negativa sobre los otros flujos de

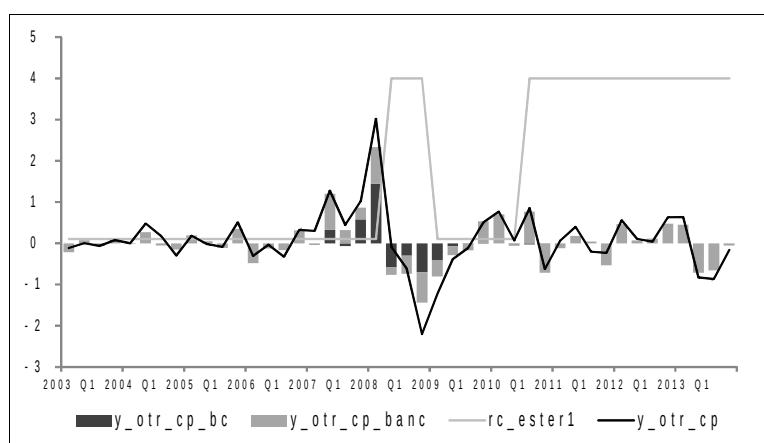
corto plazo (gráfico 8.4). En efecto, el auge más intenso de la partida de otros flujos de corto plazo termina cuando “rc_ester1” se activa por primera vez y hace desaparecer los flujos hacia el Banco Central, y durante el segundo periodo de vigencia de la regulación la partida de otros flujos de corto plazo es claramente menor que en 2008.

Gráfico 8.3. Perú: flujos de corto plazo hacia bancos (% PIB anual) e índice de regulación del encaje bancario



Fuente: elaboración propia. Datos de flujos de entrada del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles); índices de regulación de flujos de capital de elaboración propia (véase el anexo V para más detalles)

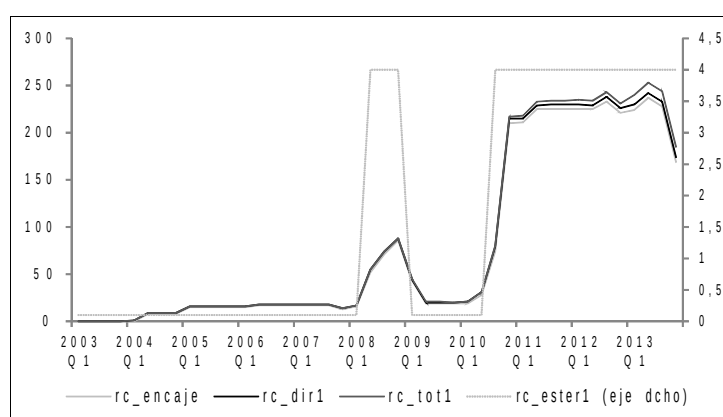
Gráfico 8.4. Perú (2003-2012): flujos de entrada de corto plazo (% PIB anual) y regulación sobre los flujos hacia títulos de esterilización del Banco Central



Fuente: elaboración propia. Datos de flujos de entrada del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles); índices de regulación de flujos de capital de elaboración propia (véase el anexo V para más detalles)

Por último, el hecho de que “rc_encaje”, “rc_dir1” y “rc_tot1” parezcan econométricamente tener efecto sobre la partida agregada de otros flujos de inversión de corto plazo a pesar de no influir sobre la subpartida en que pretenden incidir -los flujos de corto plazo hacia los bancos comerciales- se explicaría simplemente por su elevada colinealidad con “rc_ester1”, cuyo efecto sobre “y_otr_cp” parece claro econométricamente, además de razonable por los motivos que ya se han explicado (gráfico 8.5).

Gráfico 8.5. Perú (2003-2013): distintos índices de regulación de flujos de capital



Fuente: elaboración propia. Datos de flujos de entrada del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles); índices de regulación de flujos de capital de elaboración propia (véase el anexo V para más detalles)

En síntesis, la hipótesis que se ha tratado de justificar es que la regulación de Perú parece haber sido eficaz reduciendo el volumen y el peso relativo de los flujos de corto plazo dentro de la partida de otras inversiones. La responsabilidad de este efecto recaería exclusivamente en la regulación del Banco Central sobre los flujos de corto plazo dirigidos a los títulos de esterilización emitidos por esta institución. Dicha regulación, que se basa en una fuerte medida de precios a la que intermitentemente se añade una restricción administrativa total, habría sido completamente eficaz logrando la desaparición a partir de 2010 de este tipo de inversión, que tan relevante fue en 2008 tanto durante la fase alcista como en la bajista tras el colapso de Lehman Brothers. No habría evidencia de que el encaje bancario, una medida de precios que constituye el núcleo de la política de regulación de flujos de capital de Perú, haya logrado ningún efecto sobre los flujos de corto plazo que reciben los bancos. Estos resultados no pueden ser contrastados con trabajos previos porque no parecen existir análisis similares en la literatura que se ha revisado.

8.5.3. Fiabilidad de los resultados

El análisis de fiabilidad requiere en primer lugar observar el comportamiento de los residuos de los 34 modelos estimados. En ninguno de dichos modelos hay rastros relevantes de autocorrelación, y el 53% de ellos (18 modelos) presentan además residuos bien comportados que no rechazan las hipótesis de normalidad ni de ausencia de heterocedasticidad. Por el contrario, en un 47% de los casos (16 modelos) se rechaza al menos alguna de estas dos hipótesis, ya sea la de distribución normal (10 modelos, el 29%), la de ausencia de heterocedasticidad (2 modelos, el 6%), o ambas (4 modelos, el 12%).

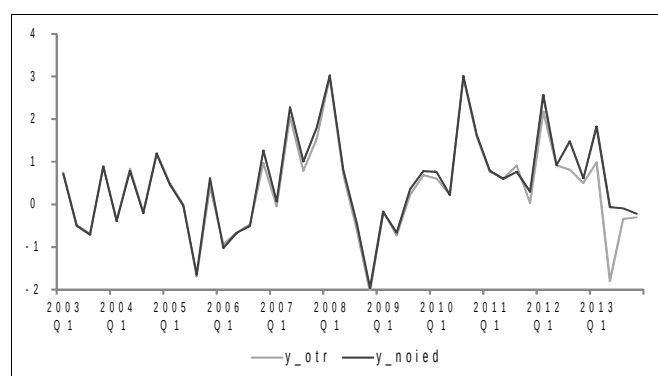
Las consecuencias potenciales de este comportamiento para la fiabilidad de los resultados son las ya apuntadas en el caso de Brasil: las varianzas de los parámetros estimados pueden estar sesgadas lo que quizá haya llevado a considerar como correctos modelos que en realidad no lo fueran o a la inversa, con lo que el número total de 34 modelos considerados entre básicos y completos podría estar subestimado o sobreestimado. En principio, no parece haber motivos para poner en duda la fiabilidad del análisis ni en cuanto a la metodología de comparación de modelos basada en los criterios de información ni en cuanto al signo de los parámetros pues las estimaciones pueden suponerse consistentes.

De nuevo, como en el caso de Brasil, el comportamiento de los residuos obliga a ser bastante cauteloso respecto a la fiabilidad del diagnóstico de eficacia, siendo recomendable sin embargo analizar también la robustez de los resultados antes de hacer una valoración definitiva. Respecto a esta última cuestión, caben tres apuntes. En primer lugar, hay un aceptable grado de coherencia entre los indicios de eficacia de las distintas variables de regulación sobre una determinada partida de inversión, tanto en cuanto al signo del coeficiente estimado, que es casi completamente estable en una misma partida y coincidente con el esperado, como en cuanto a la intensidad de los indicios de eficacia, menos homogénea pero también bastante estable. Los indicios de eficacia que se detectan de “rc_dir1”, “rc_tot1” y “rc_encaje” son prácticamente idénticos para todas las partidas, aunque esto deriva de que en las tres variables la mayor parte del valor cuantificado depende de un mismo conjunto de medidas, el encaje bancario, lo que hace que sean muy colineales. Únicamente cabría destacar en este caso el signo positivo que se asocia a la influencia de “rc_ester2” sobre las partidas más agregadas “y” y “y_noied”, pero no parece que esto cuestione la robustez de los resultados, pues se trata de un indicio de eficacia de intensidad mínima.

En segundo lugar, la robustez de los resultados se ve cuestionada en cierta medida al

analizar la coherencia de los efectos de un mismo índice de regulación actuando sobre las distintas partidas de inversión. Parece claro que la regulación no habría afectado al flujo total entrante en Perú, incluyendo IED, y que el efecto sobre el flujo total distinto a la IED (“y_noied”) habría sido negativo pero probablemente débil. Al mismo tiempo parece haber un efecto negativo y bastante intenso de la regulación sobre la partida de otras inversiones (“y_otr”). El efecto claramente distinto sobre “y_noied” e “y_otr” no es relevante para discutir el éxito de la regulación pues ésta no tiene como uno de sus objetivos afectar al volumen agregado de inversión no-IED. Sin embargo, constituye un problema en términos de robustez pues indica que los resultados son muy sensibles ante cambios mínimos de la variable dependiente, ya que estas dos partidas son prácticamente idénticas, dada la enorme debilidad de la inversión de cartera durante la mayor parte del periodo analizado (gráfico 8.6).

Gráfico 8.6. Perú (2003-2013): flujos de entrada distintos a la IED y otras inversiones (% PIB anual)



Fuente: elaboración propia. Datos de flujos de entrada del Banco Central de Reserva del Perú (véase el anexo II para más detalles)

En tercer lugar, los resultados parecen bastante robustos cuando se tienen en cuenta a efectos del diagnóstico de eficacia los modelos construidos incluyendo como posibles variables regresoras de control los flujos hacia países emergentes. La introducción de estas nuevas variables permite añadir 20 modelos al conjunto inicial de 34. De todos ellos se deriva un nuevo análisis de eficacia análogo metodológicamente al ya expuesto, y cuyos resultados pueden considerarse razonablemente coincidentes con los obtenidos inicialmente, aunque con dos discrepancias: los indicios de eficacia sobre la partida de otros flujos de corto plazo son algo más débiles y las partidas “y_noied” e “y_otr” intercambian sus papeles, siendo ahora la segunda la que parece sufrir un efecto muy leve de la regulación mientras el efecto sobre el flujo total distinto

a la IED es muy claro, algo que no parece tener mayor importancia dado que ambas partidas son casi idénticas (tabla 8.6).

A pesar de las dos cuestiones mencionadas, puede decirse que la capacidad explicativa marginal que aportan los índices de regulación de flujos de capital no parece depender decisivamente de si en la construcción de los modelos descriptivos básicos se utilizan como regresoras los flujos hacia países emergentes.

Tabla 8.6. Perú: indicios de eficacia de la regulación de flujos de capital en los modelos estimados considerando como regresoras variables que computan los flujos hacia países emergentes (54 modelos estimados)*

		rc_dir1	rc_tot1	rc_encaje	rc_ester1	rc_ester2	rc_ester3
Y (3)						+(0)	
	y_noied (12)	- (3)	- (3)	- (3)	- (3)	+(0)	- (3)
	y_cart (1)						
	y_otr (7)	- (0)	- (0)	- (0)	- (3)		
	y_otr_lp (3)		+(0)	+(0)			
	y_otr_lp_priv (2)						
	y_otr_cp (16)	- (4)	- (4)	- (4)	- (4)	-(3)	- (4)
	y_otr_cp_banc (2)						
	y_otr_cp_bc (1)						
	y_otr_cp_resto (7)	+(0)	+(0)				

* Cada fila corresponde a una partida de flujos de entrada actuando como variable dependiente y cada columna a una variable de regulación actuando como regresora. Entre paréntesis, junto a cada partida de flujos, se indica el número total de modelos, tanto básicos como completos, estimados con esa partida como variable dependiente

Análogamente al caso de Brasil, vale la pena tratar de analizar en conjunto las cuestiones discutidas tanto respecto al comportamiento de los residuos como en cuanto a la robustez de los resultados. En principio, el hecho de que casi la mitad de los modelos tengan residuos que no se comportan como sería deseable aconseja una gran cautela, pero de nuevo los resultados parecen suficientemente robustos como para que el diagnóstico de eficacia ofrecido no se vea cuestionado de forma fundamental.

Como en el caso de Brasil, prácticamente todas las regresoras significativas presentan signos estables y consistentes con lo que cabría esperar, independientemente de si su significatividad es del 1%, del 5% o del 10% y de si los modelos tienen residuos bien comportados o no. La única excepción es el índice "rc_ester2", que presenta un signo

positivo en los modelos 2 y 8 cuando lo esperable sería un signo negativo, un hecho al que no cabe atribuir demasiada importancia en términos de robustez porque los indicios de eficacia que sugieren, aun siendo contrarios a los esperados, son muy débiles.

En cuanto al diagnóstico de eficacia, quizá el resultado más relevante de los expuestos es la aparente intrascendencia de la regulación de encaje bancario afectando a la partida de otros flujos de corto plazo hacia bancos comerciales. Este resultado puede considerarse estadísticamente fiable pues surge a partir de un modelo (modelo 29) cuyos residuos tienen un comportamiento adecuado desde todos los puntos de vista. El otro resultado de relevancia es quizá que la regulación habría afectado de forma clara y negativa a la partida de otros flujos de corto plazo, algo que se deriva de nueve modelos (modelo 20 al 28) cuyos residuos, en esta ocasión, no se comportan adecuadamente. Podría dudarse en consecuencia de la fiabilidad de este resultado, pero el caso es que se ve plenamente refrendado por el análisis pormenorizado estadístico y narrativo ofrecido respecto a las distintas partidas que componen los “otros flujos de corto plazo” y la regulación que les afecta. No parece, por lo tanto, que los posibles sesgos en las varianzas de los parámetros estimados sean determinantes en el caso de Perú, pues las principales conclusiones que cabe derivar de su estudio o bien surgen de modelos estadísticamente fiables o bien son plenamente consistentes con lo que sugieren otras herramientas de análisis.

En suma, y como ya se razonó respecto al caso de Brasil, el elevado número de modelos estimados y la robustez de los resultados que arrojan parece un fuerte sustento para afirmar que el diagnóstico de eficacia ofrecido es razonablemente fiable, si bien es indudable que los problemas que presentan los residuos de casi la mitad de los modelos estimados obliga a ser cautelosos valorando estos resultados.

8.6. Comparación de los casos analizados y conclusiones

La cautela es siempre recomendable al analizar un objeto de estudio tan complejo como la eficacia de una política económica en dos experiencias concretas, independientemente de la metodología utilizada. Específicamente, en un análisis econométrico es imposible establecer un criterio general para diagnosticar la eficacia, ya que cualquier diagnóstico estará inevitablemente condicionado por las decisiones adoptadas respecto a la cuantificación de la política analizada, la elección de variables de control, la metodología de estimación de cada modelo, la estrategia general de construcción de modelos y, por último, los criterios que orientan la selección de los modelos que se consideran más relevantes así como su posterior comparación.

En el presente trabajo se han tratado de justificar debidamente todas las decisiones metodológicas, pero ello no elimina cierta discrecionalidad inevitable que con seguridad influye en el resultado final del análisis. Adicionalmente, los modelos construidos tienen residuos que a menudo no verifican todas las hipótesis que la modelización econométrica requiere para poder extraer el máximo provecho analítico de las estimaciones realizadas.

Todo lo anterior aconseja evitar conclusiones demasiado firmes de la valoración individual de cada uno de los casos analizados, más allá de la afirmación de que hay indicios razonablemente robustos de que la regulación de flujos de capital habría sido al menos parcialmente eficaz tanto en Brasil como en Perú, afectando sobre todo a la composición de los flujos entrantes de acuerdo a lo pretendido por los reguladores. Ahora bien, es interesante reflexionar sobre la comparación de las dos experiencias analizadas, ya que eso permitirá caracterizarlas mejor, por lo menos en términos relativos. Este capítulo concluye ofreciendo un análisis comparativo centrado la fiabilidad de los resultados, las variables de control útiles para describir los flujos, la intensidad de los indicios de eficacia de la regulación y, por último, la valoración de la eficacia atribuida a esta política en relación a los objetivos que pretendía.

8.6.1. Fiabilidad de los resultados

En cuanto a la fiabilidad de los resultados, los residuos de los modelos de Brasil y Perú tienen un comportamiento parecido, rechazando en muchas ocasiones la hipótesis de distribución normal y en otras, adicionalmente, la de ausencia de heterocedasticidad. Estos hechos sugieren que los diagnósticos de significatividad de los regresores podrían estar sesgados, de lo que se deduce que el número total de modelos considerados podría estar subestimado o sobreestimado tanto para Brasil como para Perú.

Por otra parte, el elevado número de modelos estimados permite contrastar de forma bastante exigente la robustez de los resultados, que parece ser alta tanto en Brasil como en Perú: los signos de las variables regresoras son notablemente estables y acorde con lo esperado; la coherencia en los indicios de eficacia para distintos índices de regulación sobre una misma partida de inversión es también alta; los resultados son razonablemente robustos al introducir como regresoras de control los flujos hacia países emergentes, un test de robustez no exento de problemas por lo que debe anotarse con cautela; por último, los resultados de los modelos que no tienen residuos bien comportados son o bien coherentes con los de aquellos modelos que sí los tienen

-caso de Brasil- o bien consistentes con los resultados sugeridos por otras herramientas de análisis estadístico o cualitativo -caso de Perú-. Un único aspecto sugiere que la robustez en conjunto podría ser algo mayor en el caso de Brasil, y es la mayor coherencia en los indicios de eficacia para un mismo índice de regulación y distintas partidas de inversión.

En conjunto, tanto en Brasil como en Perú los resultados parecen razonablemente fiables, pues su robustez es suficiente como para que el mal comportamiento de los residuos de una parte significativa de los modelos estimados no cuestione seriamente el diagnóstico de eficacia ofrecido. Aún así hay alguna diferencia sustancial entre ambas experiencias. El número de modelos construidos es claramente mayor para Brasil (60) que para Perú (34). Cabe tomar este dato con cautela pues, como ya se ha razonado, el número de modelos relevantes considerados podría estar subestimado o sobreestimado. Pero en cualquier caso hay aquí un nuevo síntoma de mayor robustez en el caso de Brasil. La estimación de un número muy superior de modelos indica que la búsqueda de síntomas de eficacia es más sencilla pero también que la capacidad explicativa marginal que aportan las variables de regulación se ha contrastado añadiéndolas a más conjuntos distintos de variables de control. Ello hace más relevante que no se detecte absolutamente ninguna inconsistencia en los síntomas de eficacia de la regulación a pesar de que el número de modelos estimados es muy superior al de Perú.

Un último comentario respecto a la fiabilidad de los resultados alude a la aparente intrascendencia de la regulación indirecta de flujos de capital, que econométricamente no parece aportar nada a la regulación exclusivamente directa en términos de eficacia. En el caso de Brasil, este hecho choca con la evidencia bastante contundente que ofrece la literatura previa en el sentido de que al menos un componente de la regulación indirecta habría sido eficaz alargando el plazo de vencimiento de la financiación en divisas que obtienen del exterior los bancos brasileños. Este fenómeno pudiera muy bien ser consecuencia de la cuantificación de la regulación, basada en el cómputo de modificaciones en las medidas aplicadas. En los índices generados con este mecanismo pesa mucho la regulación directa, que se modifica más a menudo, y prácticamente nada la indirecta, que sufre muy pocas modificaciones. Así, es fácil entender que los índices que computan la regulación total no muestren distinta capacidad explicativa que aquellos que se construyen solo a partir de medidas directas, pues unos y otros se diferencian solo marginalmente. Hay que recordar también que los efectos que la literatura atribuye a la regulación indirecta se documentan para un periodo de tiempo relativamente breve, lo que sería compatible con la incapacidad de las herramientas econométricas para detectar efectos en el

conjunto del periodo considerado.

8.6.2. Variables explicativas de control

Las variables explicativas de control que son útiles para describir los flujos hacia Brasil y Perú son habitualmente citadas por la literatura que analiza los determinantes de la inversión hacia países emergentes, pero hay tres rasgos particulares que conviene destacar. El primero es la enorme relevancia que tanto en Brasil como en Perú adquiere como regresora la expectativa respecto al tipo de cambio, mucho más útil que cualquiera de los diferenciales de tipos de interés considerados. La importancia que esta variable -habitual en los análisis empíricos pero casi siempre como una corrección del diferencial de tipos de interés- adquiere en las experiencias analizadas podría derivar de que el periodo considerado se caracteriza por unas intensas y generalizadas apreciaciones de muchas de las divisas de los países emergentes, lo que probablemente ha hecho de la expectativa de apreciación continuada uno de los motores que mueve a la inversión en ese periodo.

El segundo rasgo relevante es el papel tan distinto que juegan en ambas experiencias las variables que computan el riesgo percibido por los inversores como descriptoras de los flujos, siendo las más útiles en el caso de Brasil y las menos relevantes en el caso de Perú. La explicación podría ser que los indicadores de riesgo -en particular el indicador EMBI- probablemente sean seguidos con mayor atención por aquellos inversores que acuden a los mercados de valores de los países emergentes. Los inversores que acuden a Brasil serían un buen ejemplo de ello pues uno de sus destinos preferidos sería el mercado bursátil brasileño, uno de los más activos del conjunto de países emergentes, algo que también se refleja en la importancia que cobra como regresora de los flujos hacia Brasil la variable “bovespa0”, que representa precisamente el comportamiento pasado del mercado bursátil de São Paulo. Por el contrario, en Perú el mercado de títulos negociables es muy poco relevante como partida de inversión distinta de IED, asumiendo todo el protagonismo en este sentido la partida de otras inversiones. Parece que esto ayuda a entender la distinta utilidad de los indicadores convencionales de riesgo como descriptores de la inversión que llega a ambos países.

El tercer rasgo a destacar es que el comportamiento de la inversión dirigida al conjunto de países emergentes parece mucho más útil como descriptor de la inversión entrante en el caso de Perú que en el de Brasil. Por una parte, las variables que representan el comportamiento en los países emergentes, como el crecimiento de su PIB real o el

comportamiento de sus mercados de títulos, son muy útiles como descriptoras de los flujos hacia Perú pero mucho menos en el caso de Brasil. En el mismo sentido, cuando a modo de test de robustez los flujos hacia países emergentes se consideran entre las posibles variables de control, surgen tan solo 11 modelos relevantes nuevos para el caso de Brasil, por 20 modelos en el caso de Perú. Esto parece razonable, pues probablemente Brasil, una de las economías emergentes más destacadas, merezca una actitud más atenta por parte de los inversores, mientras las decisiones respecto a la inversión en Perú muy posiblemente se tomen atendiendo en mayor medida a factores referidos al agregado de países emergentes.

8.6.3. Intensidad de los indicios de eficacia de la regulación

Hay que recalcar de nuevo que a la hora de diagnosticar la eficacia de la regulación el término “intensidad” en el presente análisis no alude a la magnitud cuantitativa del efecto de la regulación como regresora sobre la variable dependiente -que además no sería una magnitud demasiado fiable dado el comportamiento de los residuos de los modelos estimados- sino al número de criterios de información que sugieren que el modelo completo que incluye como regresora la regulación supera en capacidad de ajuste al mejor modelo básico que no incluye la regulación entre sus variables explicativas.

Los indicios de eficacia de la regulación parecen más fuertes en el caso de Brasil que en el de Perú. Del total de modelos estimados para Brasil el 76% tiene como una de sus regresoras alguna variable de regulación, por solo un 65% de los modelos de Perú. Un 54% de los modelos del caso de Brasil tienen como regresora alguna variable de regulación y supera en capacidad explicativa al mejor modelo básico -sin variable de regulación como regresora- bajo al menos uno de los criterios de comparación, por solamente un 20% de modelos en el caso de Perú. Por último, los indicios más fuertes de eficacia, cuando los cuatro criterios de comparación sugieren la superior capacidad de ajuste del modelo que incluye regulación, son también mucho más abundantes en el caso de Brasil pues aparecen en el 27% de los modelos, por solo el 9% de los modelos considerados para Perú.

Es cierto que el número de modelos considerados tanto para Brasil y Perú, es decir que tienen todas sus variables significativas, podría estar subestimado o sobreestimado a causa del sesgo que probablemente tienen las varianzas estimadas de los parámetros en algunos modelos. Pero no hay motivo para pensar que este hecho haya afectado a los modelos de forma distinta en función de si el indicio de

eficacia en la regulación que sugieren es más o menos intenso. En suma, si bien no parece prudente pronunciarse respecto al grado absoluto de eficacia de la regulación en Brasil o en Perú, sí parece razonable afirmar que comparativamente los indicios de eficacia, tal y como se ha definido la eficacia en el contexto de este trabajo, son más intensos en la regulación de Brasil, a lo que habría que añadir que también parecen ser algo más robustos, como ya se ha discutido.

8.6.4. Valoración de la eficacia de las distintas medidas aplicadas en Brasil y Perú en relación a los objetivos de la regulación

Las experiencias de Brasil y Perú tienen una semejanza importante, pues en ambos casos se habrían logrado cumplir solo parcialmente los objetivos que se proponían con la regulación de flujos entrantes de capital. En el caso de Brasil, se habría logrado modificar en ciertos aspectos la composición de la inversión entrante -siempre en el sentido pretendido por los reguladores-, pero no así su volumen total -que no se habría visto reducido-. Así, probablemente habría disminuido la contribución de la inversión al sobrecalentamiento de la economía, a la sincronización de la demanda con el ciclo inversor externo, a la formación de burbujas de activos y al riesgo de liquidez de la economía, pero no a la apreciación cambiaria.

En el caso de Perú, se habría logrado también cambiar la composición de los flujos, alargando su plazo de vencimiento gracias a la disminución en volumen y peso relativo de los flujos de corto plazo dentro de la partida de otras inversiones. Ahora bien, esto supondría igualmente un éxito parcial, porque el efecto referido provendría exclusivamente de la desaparición de los flujos de corto plazo hacia títulos de esterilización del Banco Central, mientras los flujos de corto plazo hacia los bancos comerciales no se habrían visto afectados. En consecuencia, también se habría logrado disminuir solo parcialmente la contribución de los flujos entrantes al sobrecalentamiento de la economía, a la sincronización de la demanda con el ciclo inversor externo y a la volatilidad en el tipo de cambio.

Por lo tanto, Brasil y Perú se asemejan en el cumplimiento parcial de sus objetivos, pero la explicación de este hecho en cada uno de los dos países parece ser bastante diferente. El análisis sugiere que toda la regulación aplicada por Brasil, en su gran mayoría formada por medidas de precios, habría conseguido influir en los flujos entrantes de capital. La evidencia econométrica apuntaría claramente en esta dirección para todas las partidas excepto para la de otras inversiones, pero en este caso hay evidencia no econométrica que apoya también la eficacia de la regulación, al

menos en lo que se refiere a financiación en divisas captada por los bancos en el exterior.

El caso de Perú es distinto, pues el cumplimiento solo parcial de los objetivos que pretendía la regulación parece derivarse del éxito prácticamente total de uno de sus componentes más importantes combinado con la total ineficacia del otro. Todo el efecto logrado parece surgir de la regulación sobre el acceso a los títulos de esterilización del Banco Central, que combina una dura regulación de precios con una restricción administrativa completa que se activa de forma intermitente. Por su parte, la regulación de encaje bancario sobre los pasivos exteriores de los bancos, una medida de precios que constituye el núcleo más visible de la política de regulación de flujos de capital de Perú, se habría aplicado posiblemente de forma demasiado tímida como para mitigar de forma visible la afluencia de inversión de corto plazo hacia los bancos.

En definitiva, con las cautelas obligadas, las dos experiencias analizadas parecen ejemplificar en primer lugar los diversos grados de eficacia que se pueden alcanzar con regulaciones basadas en medidas de precios. Además, muestran cómo la eficacia parcial en términos agregados puede provenir de una regulación como la brasileña, principalmente de precios y bastante homogénea pues afecta de forma más o menos igual a todos los ámbitos sobre los que pretende actuar, o bien de una regulación como la peruana, aparentemente muy heterogénea pues su componente administrativo habría logrado plenamente su objetivo mientras el de precios, el encaje bancario, no muestra síntoma alguno de eficacia.

Parte III

CAPÍTULO 9. CONCLUSIONES

En este capítulo final se exponen seis conclusiones derivadas de la investigación realizada, cada una de las cuales se enuncia y explica en un epígrafe propio, donde se discute la evidencia que la sustenta, surgida tanto de la revisión de literatura ofrecida en la primera parte de la Tesis como sobre todo de los estudios de caso y análisis econométrico de su segunda parte. La primera conclusión valora en qué medida la investigación realizada sugiere que los supuestos asumidos como punto de partida de la misma son razonables. Las otras cinco conclusiones (epígrafes segundo al sexto) permiten por una parte validar las cuatro hipótesis de trabajo esbozadas en la introducción de la Tesis, y por otra aportar resultados que no formaban parte de dichas hipótesis pero que se han revelado como importantes a raíz de las experiencias de regulación analizadas. El séptimo y último epígrafe del capítulo se dedica a discutir brevemente qué ámbitos de análisis relacionados con el presente trabajo pueden ser de interés para futuras investigaciones.

9.1. Validez de los supuestos de partida

9.1.1. La utilidad de poder recurrir a la regulación de flujos de capital

Como primer supuesto de la investigación se sugería que es deseable que los países puedan recurrir a la regulación de los flujos de capital como una herramienta más de política económica con el fin de lograr una adecuada gestión macroeconómica y prudencial. Pues bien, la investigación realizada parece refrendar la validez de este supuesto, partiendo en primer lugar de la revisión de literatura sobre historia económica expuesta en la primera parte de la Tesis, que sugiere claramente cómo la apertura a la inversión externa supone para las economías indudables beneficios potenciales -si bien en modo alguno garantizados- pero al mismo tiempo comporta importantes retos.

Por una parte, los flujos de capital pueden complicar la gestión macroeconómica, limitando el margen de maniobra de los Gobiernos para gestionar contracíclicamente

la demanda, para aplicar una política fiscal autónoma y también para promover el desarrollo de un sector exportador dinámico. Por otra parte, los flujos de capital pueden amenazar también la estabilidad financiera, facilitando la acumulación de riesgos, por ejemplo de liquidez, crédito o cambio, que pueden desembocar en inestabilidad o incluso en crisis. La experiencia histórica permite concluir que parece muy recomendable que para afrontar todos estos desafíos las autoridades cuenten con el mayor número posible de herramientas de política económica a su alcance, incluida la regulación de los flujos de capital.

Los estudios de caso confirman también plenamente este primer supuesto de la investigación y apoyan adicionalmente la utilidad de poder recurrir a la regulación de forma preventiva. Brasil y Perú afrontan problemas macroeconómicos y financieros que se antojan difícilmente abordables sin recurrir a algún tipo de regulación de la inversión entrante, y en ese sentido parece positivo que ambos países tengan la capacidad de recurrir a esta política con vocación preventiva, es decir, antes de que los problemas que se vislumbran desencadenen serios desequilibrios macroeconómicos o turbulencias financieras.

Por su parte, el caso de Islandia es muy ilustrativo en varios aspectos. En primer lugar muestra que una renuncia total a la regulación preventiva de los flujos entrantes de capital puede sembrar las semillas de una crisis financiera. En segundo lugar, sirve también para recordar que la posibilidad de recurrir a la regulación preventiva de flujos de capital parece interesante para todas las economías, independientemente de su riqueza o nivel de desarrollo. Por último, el caso de Islandia también ejemplifica cómo la regulación reactiva de los flujos de capital en respuesta a una situación de crisis no constituirá en el mejor de los casos sino un paliativo a un quebranto financiero, económico y social que ya se ha producido. En ese sentido, las regulaciones de Brasil y Perú, en la medida en que persiguen evitar daños como los que la regulación islandesa solo puede tratar de mitigar -algo que por cierto parece haber logrado con éxito-, tienen una vocación preventiva que las hace ser mucho más sensatas como opción política que la regulación islandesa, al margen de la eficacia que todas estas regulaciones puedan mostrar en la práctica.

Como ya se recalcó en la introducción, este primer supuesto -y su reafirmación a partir de la investigación realizada- no implica sostener que la regulación de flujos de capital sea una política siempre pertinente. Simplemente se defiende que desde el punto de vista de las instituciones públicas con responsabilidades en la gestión económica de un país la posición más razonable parece sin duda considerar la regulación preventiva de los flujos de capital como una herramienta más de política económica que, aplicada

adecuadamente a cada contexto y momento particulares, puede ser potencialmente útil para la gestión económica.

9.1.2. El estudio de caso como opción metodológica más adecuada

El segundo supuesto planteado al inicio de la investigación señalaba que la regulación de los flujos de capital, dada la variedad de contextos en que podía aplicarse y la diversidad de herramientas con las que ponerla en práctica, difícilmente admitiría diagnósticos generalizables en cuanto a su funcionamiento y eficacia prácticas. Derivado de lo anterior, el tercer supuesto de la investigación apuntaba que probablemente el estudio de caso sería la mejor opción para avanzar en el conocimiento de los retos que supone la inversión y el funcionamiento de la regulación pública que trata de afrontar dichos retos.

De nuevo la investigación realizada permite concluir que estos dos supuestos eran razonables, siendo el principal sustento de esta afirmación la revisión de la literatura expuesta en la primera parte de la Tesis, donde se muestra la práctica imposibilidad de atribuir a la regulación de los flujos de capital rasgos generalizables en cuanto a su eficacia. De acuerdo a la experiencia histórica, esta política parece constituir un objeto de estudio claramente diferenciado en función del contexto en el que se aplica. Los tres estudios de caso de esta Tesis apoyan también la validez de estos supuestos. Los aprendizajes que se han derivado de la comparación de estas tres experiencias difícilmente podrían haber surgido de un análisis amplio de sección cruzada, pues se basan en el conocimiento concreto de los contextos particulares e irrepetibles en los que se despliegan los casos analizados.

Desde un punto de vista metodológico, cabe resaltar también la utilidad de toda la literatura repasada para conformar un marco de análisis con el que abordar los estudios de caso. Ninguna de las aportaciones teóricas o empíricas que se han revisado en la primera parte de la Tesis parece constituir individualmente una descripción aceptable de la totalidad del fenómeno de los flujos entrantes de capital y su regulación, algo por otra parte muy lógico dada la complejidad de los fenómenos analizados y la multitud de perspectivas desde las que puede abordarse su estudio. Pero un gran número de dichas aportaciones, especialmente aquellas con mayor vocación de describir fenómenos económicos reales, iluminan algún aspecto relevante, siendo conjuntamente muy útiles para afrontar los estudios de caso.

9.2. Regulación potencialmente eficaz pero con gran variedad en los resultados

Segunda conclusión: la regulación de los flujos de capital puede ser eficaz para la consecución de sus objetivos inmediatos, que son afectar al volumen y/o composición de la inversión internacional que entra o sale del país, si bien el grado de eficacia alcanzado puede ser muy diverso.

La segunda conclusión de esta Tesis valida por una parte la primera de las hipótesis de trabajo -la regulación puede ser eficaz para lograr sus objetivos inmediatos-, pero al mismo tiempo pone también el acento en que el grado de eficacia alcanzado puede ser muy diverso, lo que de nuevo reforzaría la validez del segundo supuesto de partida, que aludía al carácter fuertemente particular que probablemente presentaría cada experiencia de regulación en términos de eficacia.

Esta conclusión encuentra ya sustento en la literatura repasada en la primera parte de la Tesis, pero se basa principalmente en los tres estudios de caso. La eficacia de la regulación islandesa a partir de octubre de 2008 deteniendo drásticamente los flujos de capital tanto entrantes -por retirada de capitales extranjeros- como salientes -por salida de capitales nacionales- está constatada. Derivado de ello, parece también clara la contribución de esta política a la estabilización de la divisa, al abaratamiento de la financiación pública y, en último término, al sostenimiento de la recuperación de la economía a partir de 2010.

El diagnóstico respecto a las regulaciones que aplican Brasil y Perú es necesariamente más matizado, porque sus objetivos son menos marcados y los efectos que se persiguen más tenues y difíciles de detectar. Con la debida cautela, sobre todo por lo que respecta al análisis econométrico que siempre es matizable, en ambas experiencias parece también haber síntomas de eficacia como mínimo parcial. Brasil habría logrado alargar el plazo de vencimiento de los flujos, modificando su composición de forma que perdieran peso relativo la inversión entrante distinta a la IED frente a la IED, la inversión de cartera frente a la partida de otras inversiones, la inversión de cartera en renta fija frente a la inversión de cartera en renta variable, la inversión en renta fija de corto plazo frente a la de largo plazo -si bien este indicio debe considerarse más débil- y, por último, los flujos bancarios de corto plazo en USD frente al resto de flujos computados como otras inversiones.

La pérdida de peso de las partidas que más preocupan a los reguladores por su relativamente menor plazo de vencimiento y mayor volatilidad sugiere que Brasil probablemente habría reducido la contribución de los flujos al sobrecalentamiento de la

economía, a su sincronización con el ciclo inversor exterior, a la posible formación de burbujas de activos y, por último, al riesgo de liquidez de la economía por el menor peso de los pasivos de deuda y, dentro de ésta, los de menor plazo de vencimiento. En sentido contrario, Brasil no parecería haber logrado atenuar el flujo total entrante, el otro gran objetivo de la regulación, ni por lo tanto su contribución a la apreciación cambiaria.

Perú habría tenido dos objetivos, ambos referidos a la composición de los flujos, como son incrementar su plazo de vencimiento y disminuir el peso relativo de los flujos en USD. El plazo de vencimiento parecería haberse alargado, reduciéndose el peso de la partida de flujos de corto plazo dentro del total de otras inversiones, lo que sugiere que probablemente se habría reducido la contribución de la inversión al sobrecalentamiento de la economía, a la sincronización de la demanda con el ciclo inversor externo y a la volatilidad del tipo de cambio. Dado que los datos de la Balanza de Pagos utilizados para el caso de Perú no están desagregados por divisas y no se han analizado tampoco los balances de los agentes peruanos, no es posible valorar si la regulación habría contribuido a reducir el peso de la inversión en USD ni tampoco, derivado de lo anterior, si habrían disminuido el riesgo de cambio de los agentes, el riesgo de liquidez de los bancos por los pasivos de corto plazo con el exterior en USD o, de forma más general, la dolarización de la economía.

Las causas inmediatas que parecen explicar la eficacia solo parcial de las regulaciones de Brasil y Perú son diferentes. En el caso de Brasil, todas las medidas -la gran mayoría de precios- se habrían mostrado discreta y homogéneamente eficaces, lo que habría permitido a la regulación afectar marginalmente a las partidas de inversión sobre las que pretendía incidir de forma que se modificara la composición de los flujos canalizándolos hacia vías consideradas más convenientes por los reguladores. Ahora bien, la regulación habría sido probablemente demasiado tímida como para disminuir el volumen total de inversión.

La situación en Perú es distinta pues la eficacia detectada alterando la composición de los flujos parecería derivar exclusivamente de la regulación administrativa completamente restrictiva sobre los flujos de corto plazo dirigidos hacia los títulos de esterilización del Banco Central, mientras el encaje sobre los pasivos bancarios con el exterior, principal medida de regulación de precios, no habría sido capaz de afectar a los flujos bancarios de corto plazo. Por otra parte, la evidencia apunta a que las medidas administrativas mencionadas habrían sido eficaces solo en primera instancia, siendo finalmente sorteadas mediante una nueva dinámica inversora que combinaba la inversión en deuda pública con la contratación de derivados de tipo de cambio. Se

habrían creado así nuevos problemas para la eficacia de la política monetaria y la acumulación de riesgos para la economía, cuestiones cuyo alcance exacto no puede determinarse en el marco del presente análisis pero que en cualquier caso no reciben respuesta alguna por parte de las autoridades.

Probablemente la regulación habría sido sorteada en Perú por la excesiva timidez tanto de las medidas impositivas sobre el comercio de derivados como de la regulación prudencial que afecta a las operaciones cambiarias de los bancos domésticos, al contado y a plazo, elementos que ayudarían a entender el atractivo que para los inversores tenía el circuito inversor que sorteaba la regulación administrativa sobre el acceso a títulos de esterilización del Banco Central. Podría decirse que, en último término, habría sido la timidez el origen común de la eficacia solo parcial de las regulaciones de Brasil y Perú, si bien el fenómeno sería mucho más acusado en el caso de Perú ya que existen vías de entrada apenas afectadas por la regulación, cosa que no ocurre en Brasil. En ninguna de las dos experiencias parecería haber evidencia de que la regulación haya sido evadida.

Es interesante anotar que la variedad en los resultados expuestos respecto a la eficacia de las regulaciones no parece depender necesariamente de que las medidas aplicadas sean administrativas o de precios. La regulación islandesa, constituida plenamente por restricciones administrativas, se muestra completamente eficaz, mientras que las restricciones administrativas que aplica Perú parecen haber sido sorteadas por la inversión entrante. Los resultados posibles para las medidas de precios son igualmente variados, pues Brasil logra que todas las medidas de este tipo sean al menos parcialmente eficaces, mientras Perú no logra que el encaje bancario, medida de precios que de hecho constituye el núcleo de su regulación de flujos de capital, muestre síntomas relevantes de eficacia.

Puede decirse que los resultados que sustentan esta segunda conclusión, y que constituyen el punto de partida para las siguientes, parecen razonablemente fiables. En el caso de Islandia, los resultados se derivan de trabajos empíricos propios ya publicados y son además consistentes con la literatura revisada. En cuanto a las experiencias de Brasil y Perú, las conclusiones que ofrece un análisis econométrico prudente en sus conclusiones son aceptablemente robustas y consistentes con los resultados que sugiere el análisis estadístico ofrecido en los estudios de caso. Además, la literatura previa también parece refrendar dichos resultados si bien la utilidad de los trabajos revisados como elemento de contraste es bastante limitada porque tienen en general diferencias metodológicas muy relevantes con respecto al presente análisis.

Cabe hacer un último comentario respecto al debate de la eficacia. Uno de los argumentos más habituales para oponerse a la utilización de la regulación de los flujos de capital es que, aunque dicha política fuera pertinente desde un punto de vista teórico, no sería recomendable su utilización, en primer lugar porque difícilmente sería eficaz, ya que los inversores lograrían sortearla o evadirla, y en segundo lugar porque originaría cuantiosos costes, como por ejemplo excesiva complejidad legal, hipertrofia burocrática, distorsiones en los incentivos, ineficiencias o corrupción.

Estos argumentos pueden discutirse en el mismo plano genérico en el que normalmente se plantean. Si se desaconseja gastar recursos públicos en políticas caras, complejas y potencialmente ineficaces como sería la regulación de flujos de capital, la sugerencia implícita que parece derivarse es que dichos recursos debieran dedicarse más bien a políticas de eficacia garantizada, fácil diseño y aplicación poco costosa, siendo muy dudoso que exista una sola política pública con esas características. Así, la crítica genérica a la regulación de la inversión por problemas de índole práctica puede refutarse por reducción al absurdo, ya que en los mismos términos en que se plantea podría servir para desacreditar absolutamente cualquier política pública.

Más razonable parece en cambio juzgar una política valorando en qué medida cumple un papel potencialmente útil y hasta qué punto puede ser eficaz. En cuanto a la utilidad, el primer supuesto de esta investigación, que se ha visto refrendado por ésta, se hace eco del estado actual de opinión mayoritario, en el sentido de que sin prejuzgar el efecto de la regulación, parece positivo que los países puedan recurrir a ella. Por su parte, la segunda conclusión a la que se dedica este epígrafe aporta el argumento clave para rebatir, en el terreno empírico, los argumentos que se oponen genéricamente a la regulación por problemas de eficacia y costes.

Al constatar que la regulación puede ser eficaz se desacredita la idea de que la evasión es un fenómeno siempre presente que habitualmente impide, o como mínimo dificulta muchísimo, la consecución de los objetivos que se plantea esta política. Por lo que respecta a los costes, siempre muy difíciles de valorar y de los que esta Tesis no se ha ocupado explícitamente, cabe decir que la investigación realizada no sugiere costes muy relevantes en términos de corrupción o ineficiencias para las economías que han regulado preventivamente, como son Brasil y Perú. En cuanto a Islandia, el balance de costes y beneficios de la regulación que se aplica a partir de octubre de 2008 parece decantado hacia éstos últimos -si bien de nuevo se trata de una cuestión al margen del objeto central de estudio-, y más claro si cabe es que los costes asumidos por Islandia al renunciar a la prevención entre 2003 y 2008 habrían sido

inmensos, pues con ello habría contribuido a generar el caldo de cultivo para el colapso de todo su sistema bancario en 2008.

En suma, los indudables problemas de ineficacia y costes que entraña potencialmente la regulación de la inversión merecen ser siempre valorados en cada caso sometido a estudio. A pesar de que estas cuestiones no han constituido el centro del objeto de estudio, la segunda conclusión de esta Tesis permite como mínimo refutar que dichos problemas alcancen necesariamente una gran relevancia, como en ocasiones se daría a entender, hasta el punto de desaconsejar con carácter general la regulación de flujos de capital. Ahora bien, en la misma medida en que pretende refutar la crítica genérica por ineficacia o por costes excesivos, la presente Tesis sugiere también que la eficacia de la regulación no puede darse ni mucho menos por garantizada, pues son posibles en la práctica muy distintos grados de éxito en su aplicación.

Por lo tanto, parece especialmente indicado indagar en los factores que explicarían esta variabilidad de resultados, detectando los elementos que impulsan y obstaculizan la eficacia en la regulación. A este ámbito aludían las hipótesis segunda, tercera y cuarta de la investigación, y a él se dedican las siguientes cuatro conclusiones.

9.3. Factores de contexto que limitan la eficacia potencial de la regulación

Tercera conclusión: la eficacia potencial de la regulación de flujos de capital parecería estar delimitada por el contexto en que se aplica, concretamente por la magnitud de las amenazas que justifican su instauración y por la dependencia del país en cuestión con respecto a las partidas de inversión afectadas por la regulación. Estos dos factores influirían en cómo resuelven las autoridades la permanente disyuntiva entre la consecución de los objetivos de la regulación y la minimización de los costes que comporta en términos de inversión externa entrante desincentivada. El margen legal para regular la inversión, un factor potencialmente muy relevante, no parecería haber condicionado la regulación aplicada en las experiencias analizadas.

9.3.1. La regulación de los flujos de capital: permanente y compleja disyuntiva entre objetivos y costes

Una medida de regulación de flujos de capital obstaculiza la inversión tanto más cuanto mayores sean su intensidad -tanto si es administrativa como de precios- y su cobertura, es decir, el abanico de transacciones a las que afecta. Así, una regulación será tanto más restrictiva cuanto mayores sean la cobertura y la intensidad de las

medidas que la conforman.

Cabe esperar que las regulaciones más restrictivas tengan un mayor efecto sobre los flujos. Por una parte, conforme una medida amplía su cobertura es más difícil sortearla, pues ello exige reconstruir nuevos circuitos de inversión cada vez más diferenciados de los iniciales, y por lo tanto más costosos y menos atractivos para los inversores. Por ejemplo, una regulación que afecte solo a un tipo de transacción de plazo muy corto es fácilmente sorteable efectuando transacciones similares pero con un plazo de vencimiento ampliado, mientras que si la regulación afecta a una transacción independientemente de su plazo de vencimiento -y por lo tanto su cobertura es más amplia- para sortearla será necesario recurrir a transacciones de naturaleza distinta, obligando a los inversores a modificar en mayor medida su conducta.

Si la intensidad es mayor también se incrementa la eficacia potencial de la medida al evitarse el riesgo de que sea tan tenue que no influya de modo relevante sobre la conducta de los inversores. El caso extremo sería el de la medida de máxima intensidad, una prohibición total o un impuesto tan elevado que constituya un desincentivo absoluto, cuyo efecto será incuestionablemente el mayor que se puede lograr, es decir, que desaparezca la partida de inversión afectada.

Ahora bien, una regulación más restrictiva no solo es potencialmente más eficaz, sino también más costosa en términos de inversión desincentivada. Cabe recordar que la inversión externa es una fuente de financiación valiosa para todos los países y que puede reportar diversos y relevantes beneficios a quien la recibe. Así pues, desincentivar total o parcialmente todas o algunas de las partidas de inversión entrante por los problemas o riesgos que puedan ocasionar será, en general, tan solo uno de los objetivos que orientará la política económica de los Gobiernos en relación con la inversión entrante, siendo otro de ellos tener acceso a una financiación externa funcional para el desempeño de la economía.

Por lo tanto, la tarea de los reguladores se despliega tratando de modular la inversión a fin de evitar riesgos y problemas pero dañando lo menos posible la inversión entrante como fuente de financiación externa, lo que se traduce en dos disyuntivas. La primera alude a la cobertura de las medidas, ya que una regulación que distinga finamente los matices que diferencian a las transacciones desaconsejables de aquellas que no lo son con el fin de desincentivar únicamente las primeras corre el peligro de ser demasiado fácil de sortear. Por otro lado, una regulación más dura, de cobertura más amplia será probablemente más eficaz mitigando las transacciones

problemáticas pero posiblemente el precio será un excesivo desincentivo de algunos otros flujos que no generan preocupación en los reguladores.

Una segunda disyuntiva se refiere a la intensidad de las medidas aplicadas, ámbito en el que las dificultades son aún mayores. En primer lugar, no es posible conocer con exactitud qué volumen de una determinada partida de inversión constituye una amenaza ni cómo debiera ser el efecto de la regulación sobre dicha partida para que la amenaza desapareciera. En segundo lugar, aunque se conociera el efecto deseado es imposible determinar cuán intensa debe ser una medida de precios para lograrlo, pues el efecto de los incentivos que suponen estas medidas sobre los inversores es a priori incierto. Las medidas administrativas no tienen este problema pues su impacto es conocido de antemano por los reguladores, pero tienden a asociarse con un intervencionismo elevado por parte de las autoridades, lo que puede suponer en sí mismo un coste en términos de pérdida de atractivo de la economía para los inversores externos. En tercer lugar, existe permanentemente el peligro de que la medida aplicada constituya un obstáculo demasiado leve como para afectar de forma relevante al comportamiento de los agentes.

Por último, las dificultades para los reguladores no se limitan a la elección de la cobertura e intensidad de las medidas, sino que es necesario también valorar si el beneficio que supone mitigar una determinada partida de inversión -por el riesgo o problema que puede suponer- compensa el coste implicado en términos de inversión excesivamente desincentivada. Ahora bien, es imposible determinar de forma solvente tanto los beneficios como los costes, lo que supone que el balance entre ambos está sujeto a una elevada incertidumbre. Y cabe recordar que la tarea de regulación exige tomar decisiones constantemente sin posibilidad de recurrir a análisis realizados con una mínima perspectiva temporal, una importante ventaja con la que cuentan los trabajos académicos como el que se expone.

9.3.2. La magnitud de las amenazas y la dependencia de la inversión como determinantes de las decisiones de las autoridades

Las tres experiencias de regulación analizadas ejemplifican formas distintas de abordar las disyuntivas mencionadas respecto a la regulación de flujos de capital, tanto respecto a la elección de las medidas como en cuanto a su posterior aplicación. Hay dos factores de contexto que parecen muy relevantes para entender las decisiones adoptadas: la magnitud de las amenazas que justifican la aplicación de la regulación y la dependencia del país en cuestión respecto a las partidas de inversión entrante que

presumiblemente se verán afectadas por la regulación.

En una situación de emergencia en la que se aplique una regulación reactiva la dimensión de los problemas que sugieren la necesidad de regular los flujos de capital será muy importante. Esto facilitará que los objetivos de esta política alcancen un grado de prioridad muy alto para las autoridades y que se adopten por tanto medidas más restrictivas que permitan potencialmente lograr los objetivos propuestos con mayor eficacia y a cualquier precio, dado que los costes no serían relevantes en el corto plazo. En el mismo sentido, cuanto menor sea la necesidad que el país receptor tiene de las partidas de inversión afectadas por la regulación menor será el coste que supondrá desincentivarlas, y en consecuencia más decididas podrán ser las medidas de regulación que impacten sobre ellas.

En sentido contrario, cuando la regulación aplicada es preventiva porque no responde a una situación de emergencia económica o financiera, o cuando el país en cuestión tiene una gran dependencia de las partidas de inversión afectadas por la regulación, el grado de prioridad del que gozan los objetivos de esta política será probablemente menor. En consecuencia, tenderán a aplicarse medidas más prudentes y matizadas, y por lo tanto con una menor eficacia potencial.

La regulación de flujos de capital que aplica Islandia a partir de 2008 es extraordinariamente restrictiva pues su propósito es interrumpir de forma inmediata y completa las operaciones cambiarias no relacionadas con la cuenta corriente. Para ello la regulación se concreta en una sola medida de cobertura total, pues abarca absolutamente todas las transacciones puras de la cuenta financiera, y de intensidad máxima porque se trata de la medida administrativa más dura que existe: la prohibición total.

Las regulaciones de Brasil y Perú, por su parte, tienen objetivos menos ambiciosos, pues no se pretende detener de forma abrupta la afluencia inversora sino simplemente canalizar la liquidez que llega evitando excesos en algunas vías específicas e incentivando en su lugar otras que se perciben como más positivas para la economía receptora. En consecuencia, son regulaciones menos restrictivas que la islandesa pues se basan en un entramado de medidas tanto administrativas como de precios pero de intensidad moderada y cobertura parcial.

La regulación islandesa es restrictiva en un grado máximo, lo que ayuda a entender su total eficacia pues no se enfrenta a problemas potenciales de insuficiencia en la intensidad o de escasa cobertura. De forma análoga, el carácter más tenue de las

regulaciones de Brasil y Perú sin duda tiene también cierta responsabilidad en que su eficacia sea solo parcial. Como se ha discutido, tanto en Brasil como en Perú la eficacia solo parcial en la regulación provendría de su excesiva timidez, una circunstancia que siempre puede darse cuando la regulación no es absolutamente restrictiva y por lo tanto puede potencialmente adolecer de intensidad o cobertura insuficientes en determinados ámbitos.

Ahora bien, el diferente grado de restricción de las tres regulaciones analizadas implica también costes diferenciados. Para Islandia, el precio de la regulación sobre los flujos de capital es enorme por la incertidumbre que se cierne respecto a la eventual retirada de esta política, ya que tanto el funcionamiento de la economía en su conjunto como la sostenibilidad de las cuentas públicas y del estado de bienestar ven peligrar su credibilidad al depender en gran medida del margen que la regulación de la inversión parece haber otorgado al Gobierno desde que el sistema bancario quebrara en octubre de 2008. Brasil y Perú, por su parte, afrontan costes indudables en términos de inversión externa desincentivada, cuya magnitud es imposible de evaluar con exactitud pero que parecen claramente menos importantes que los existentes en el caso de Islandia.

El principal motivo que parece explicar que Islandia regule de forma tan restrictiva aun asumiendo por ello costes tan relevantes, es el contexto de emergencia en el que instaure su regulación en octubre de 2008, tras el colapso bancario y con el precio de su divisa en caída libre. La situación económica y social es tan acuciante que el objetivo más urgente y prácticamente único a corto plazo es la estabilización de la moneda, la piedra angular que permitirá detener la espiral de quiebras encadenadas de hogares y empresas y constituir una base para el plan de recuperación económica a medio plazo. Adicionalmente, Islandia ve refrendada su estrategia de corto y medio plazo por el sustancioso préstamo que recibe del IMF, sin el cual el coste comportado por su regulación hubiera sido enorme, porque al desincentivar por completo la entrada de inversión -dado que se restringe por completo su posterior salida- el país hubiera dependido por entero de sus exportaciones de bienes y servicios para cumplir con sus pagos internacionales y no agravar aún más su delicada situación económica, financiera y social.

Para Islandia, el balance entre los objetivos de la regulación y los costes que dicha política comporta no solamente está decantado, por la extraordinaria importancia de los primeros, sino que es de hecho irrelevante en el corto plazo, pues las divisas que proporciona el IMF evitan a Islandia tener que pensar en los mercados internacionales como fuente de financiación. Gracias al préstamo del IMF, la primacía que para

Islandia tiene el objetivo de estabilización del tipo de cambio, que parece clara en cualquier caso en el contexto de emergencia que afronta el país, es absolutamente incontestable y no existe la menor necesidad de matizar la intensidad o cobertura de la regulación, una política que se diseña desde el primer momento buscando únicamente la eficacia para estabilizar el tipo de cambio, lo que explica el carácter absolutamente drástico de las medidas que se aplican.

Para Brasil y Perú la situación es completamente distinta, pues la regulación de flujos de capital que adoptan es netamente preventiva, una opción más entre muchas otras para la política económica. El contexto en ambos países no es en modo alguno de emergencia pues se vislumbran problemas reales o potenciales y riesgos de diversa naturaleza que en ningún caso constituyen amenazas demasiado acuciantes, y cuya mitigación se lleva a cabo solo en la medida en que los costes no sean excesivos.

Así, en un contexto de gran incertidumbre respecto a la valoración de riesgos, el impacto de la regulación y los costes que ésta comporta, es el principio de precaución el que guía la acción reguladora. Las medidas se diseñan y aplican para mitigar los riesgos y problemas detectados pero tratando sobre todo de evitar efectos excesivos o disruptivos, y eso explica que se opte por marcos de regulación solo moderadamente restrictivos que, por lo tanto, sacrifican buena parte de su capacidad potencial de impacto. La sucesión de cambios de regulación en ambos países ejemplifica perfectamente esta actitud genérica de precaución, a la que aluden también muchas de las personas entrevistadas, pues la mayoría de medidas se introducen con cautela y solo se intensifican paulatinamente cuando se concluye que probablemente son demasiado tenues como para tener un efecto relevante.

Ahora bien, el perfil concreto de inversión que llega a Brasil y Perú parece determinar en buena medida cuáles son los límites concretos que la regulación de flujos de capital parece encontrarse en cada caso. Brasil recibe una inversión externa muy diversificada, y los riesgos y problemas asociados a los flujos entrantes se asocian en mayor o menor medida a muchas partidas distintas. La regulación habría logrado cambiar la composición de los flujos, redirigiendo la liquidez hacia canales menos amenazadores, gracias a que logra afectar marginalmente a numerosas partidas de inversión entrante ninguna de las cuales es imprescindible individualmente como vía de financiación para el país.

En cambio, el volumen total de inversión no se habría logrado mitigar a pesar de relacionarse directamente con la principal preocupación del Ministerio de Economía como es la apreciación cambiaria. La sensación es que la consecución de este

segundo objetivo hubiera requerido simplemente endurecer adicionalmente el entramado de regulación existente, que en términos generales se muestra perfectamente capaz de afectar a la inversión. Ahora bien, esto hubiera supuesto probablemente endurecer el tratamiento impositivo de partidas de inversión de más largo plazo, precisamente aquellas que cobran mayor auge fruto del cambio en la composición de la inversión al que parece contribuir la regulación. En particular, probablemente hubiera sido necesario endurecer la regulación sobre la IED, que durante el periodo analizado está sujeta permanentemente a un impuesto IOF de tan solo el 0,38% cuando otras vías de entrada llegan a recibir tipos impositivos de hasta el 6%.

Aquí es donde los costes parecen antojarse excesivos para Brasil. Quizá la apreciación cambiaria supusiera un problema en la medida en que estuviera causada por flujos de renta fija de corto plazo, que suponían al mismo tiempo una amenaza de mayor volatilidad en el tipo de cambio en caso de retirada brusca de inversión, además de una mayor sincronización de la demanda con el cambiante apetito inversor externo. Cuando la presión de apreciación, fruto probablemente de la regulación, empieza a provenir cada vez en mayor medida de la IED y otros tipos de inversión de mayor plazo de vencimiento -que son en general bienvenidos por las economías- la preocupación por la apreciación del tipo de cambio podría haber perdido relevancia frente al objetivo de mantener estable el volumen de inversión entrante, una vez que, cabe recalcarlo, se ha logrado que gracias a la regulación dicha inversión tenga un perfil más adecuado.

El caso de Perú es distinto al de Brasil pero ejemplifica igualmente cómo el perfil de inversión entrante puede condicionar la forma en que se aplica la regulación. La llegada de inversión externa está mucho menos diversificada que en Brasil, siendo su principal y más estable componente la IED dirigida principalmente al sector extractivo. La importancia residual del mercado de títulos hace que el tejido empresarial doméstico no extractivo recurra tradicionalmente y casi en exclusiva a los bancos como fuente de financiación, lo que convierte a éstos en los principales captadores de financiación externa distinta a la IED. Eso convierte a la inversión entrante dirigida hacia los bancos en una vía de financiación primordial para el país, lo cual ayuda a entender también que constituya el origen de una parte muy importante de los riesgos y problemas que los flujos de inversión entrante crean en Perú.

Así parece entenderse que el encaje bancario sobre los pasivos exteriores de los bancos sea la principal herramienta de regulación de la inversión, y al mismo tiempo que se utilice con una extremada prudencia, pues ni mucho menos se pretende acabar

con esta partida de inversión sino únicamente modularla. El coste de una dureza “excesiva” sería enorme porque comprometería una fuente de financiación externa que es prácticamente insustituible. La prudencia en la aplicación del encaje habría sido tal que en el presente trabajo no habría sido posible encontrar síntomas de su eficacia.

La respuesta ofrecida por la regulación peruana al auge de la inversión destinada a los títulos de esterilización del Banco Central ejemplifica este mismo argumento, pero en sentido contrario. Este tipo de inversión no supone una fuente tradicionalmente necesaria de recursos externos para el país, sino tan solo un circuito inversor oportunista y anómalo que pasa de ser inexistente a cobrar un gran auge a finales de 2007 y principios de 2008 y que adicionalmente supone costes para las autoridades -por la intervención cambiaria a la que obliga y la posterior esterilización de la liquidez introducida- si se desean evitar trastornos a corto plazo para el tipo de cambio o la liquidez doméstica. En este contexto se comprende perfectamente que el Banco Central no pretenda simplemente modular esta vía de entrada, sino directamente acabar con ella. De ahí lo drástico de las medidas que restringen estos flujos, cuya desaparición total no supone costes sino tan solo beneficios.

En definitiva, parece que el cumplimiento total de los objetivos de una regulación de flujos de capital estaría potencialmente al alcance tan solo de regulaciones muy restrictivas, cuyos costes en términos de inversión desincentivada o bien son irrelevantes para las autoridades por la urgencia de la situación o bien pueden ser evitados gracias a fuentes alternativas y seguras de financiación externa, siendo Islandia un ejemplo en el que se dan ambos factores simultáneamente. Por su parte, las regulaciones preventivas como las de Brasil y Perú, al aplicarse en contextos de menor urgencia, parecerían estar destinadas a ser solo medianamente eficaces pues los costes que comporta su aplicación serían -lógicamente- considerados de forma permanente a la hora de diseñar y aplicar las medidas correspondientes y ello las haría más prudentes y en consecuencia menos capaces de lograr completamente sus objetivos. Adicionalmente, el grado de dependencia respecto a las distintas partidas de inversión entrante como fuentes de financiación externa parece un factor útil para entender mejor las limitaciones específicas que parecen mostrar en cada caso particular las regulaciones preventivas brasileña y peruana.

Por lo tanto, tal y como planteaban las hipótesis segunda y tercera al inicio de la investigación, la eficacia potencial de la regulación parece fuertemente determinada por cuán restrictivas son las medidas aplicadas, en cuanto a intensidad y cobertura. Ahora bien, la investigación pone de manifiesto algo más, y es que el objetivo de perseguir una mayor eficacia aplicando medidas más restrictivas se pondera

lógicamente en la práctica con el coste que ello supone en términos de inversión entrante desincentivada.

9.3.3. El margen de maniobra legal para regular los flujos de capital

La literatura repasada permite constatar que existe otro importantísimo condicionante para la eficacia potencial de la regulación de flujos de capital, como es el conjunto de marcos legales bilaterales y multilaterales a los que pueden estar sometidos los países, los cuales habitualmente plantean obstáculos para la aplicación de determinadas medidas de regulación, especialmente aquellas que tratan de forma discriminatoria a los inversores extranjeros frente a los residentes. De aquí pueden derivarse importantes limitaciones para el margen del que gozan las autoridades a la hora de regular la inversión.

El análisis de esta cuestión es difícil, en primer lugar porque cada país está usualmente sometido de forma simultánea a múltiples marcos legales, cuya jerarquía y consistencia es en ocasiones poco clara. Además, cada uno de dichos marcos admite distintas interpretaciones, siendo muy relevante en este sentido la jurisprudencia respecto a la resolución de controversias y disputas pasadas entre países respecto al tratamiento de la inversión transfronteriza, algo que tampoco constituye una referencia siempre útil porque suele ofrecer argumentos para muchas y variadas interpretaciones, reflejando que los criterios de las instancias de arbitraje competentes no son absolutos ni inmutables.

A pesar de todas estas dificultades, pueden comentarse con cautela algunas conclusiones -derivadas sobre todo de la literatura revisada- respecto a la relevancia de esta restricción externa potencial para el margen de maniobra en la regulación de flujos de capital de las tres experiencias analizadas. Parece que Islandia no habría aprovechado todo el margen disponible en los marcos legales de la OECD y el EEE para aplicar preventivamente una regulación de flujos entrantes de capital entre 2003 y 2008, una política que podría haber sido útil, como elemento adicional de una regulación financiera más responsable, para evitar la burbuja bancaria. En cambio, la regulación que aplica Islandia tras el colapso bancario probablemente excede los límites que establecen tanto la EEE como el IMF, siendo la implicación de esta última institución en la financiación del país y el contexto de emergencia en el que se adopta la regulación los factores que seguramente ayudan a explicar por qué el margen real del que goza Islandia parece ir un poco más allá del que sugeriría un análisis literal de los marcos legales mencionados.

Por su parte, Brasil no tiene restricciones derivadas de acuerdos de comercio o inversión con otros países, y en ese sentido es un ejemplo de cómo la ausencia de compromisos bilaterales o multilaterales incrementa el margen de maniobra para regular los capitales entrantes utilizando para ello todas las herramientas posibles, incluidos los impuestos discriminatorios sobre los inversores no residentes. Perú, en cambio, podría tener restricciones respecto a la utilización de esta última herramienta, derivadas del tratado de libre comercio firmado con Estados Unidos. Sin embargo, no está clara ni la existencia de dicha restricción ni mucho menos su alcance práctico, y en cualquier caso el margen realmente existente no parecería haber sido explorado por las autoridades peruanas, de lo que cabe deducir que las posibles limitaciones legales no parecen demasiado relevantes para explicar el tipo de regulación que en la práctica aplica Perú.

Por lo tanto, aunque evidentemente la ausencia de restricciones externas amplía el abanico de herramientas a las que los países pueden recurrir, como ejemplifica el caso de Brasil, dicha ausencia no habría sido condición necesaria ni suficiente para que se aplicara una regulación más decidida o eficaz, como ejemplifican Perú e Islandia respectivamente. En definitiva, la restricción externa para la regulación de flujos de capital es un posible elemento explicativo que siempre debe tenerse en cuenta para cualquier análisis de eficacia de esta política, pero que no parece haber sido demasiado relevante en las experiencias analizadas en este trabajo.

9.4. Factores que influyen en la eficacia práctica de la regulación

Cuarta conclusión: la voluntad política que sustenta la aplicación de la regulación de flujos de capital parece ser el factor que en última instancia explicaría su eficacia. Dicha voluntad determinaría, por medio de diversos rasgos institucionales intermedios, el factor explicativo inmediato que parece más relevante para entender la eficacia alcanzada por la regulación, como es su capacidad de adaptación a los retos cambiantes que plantea constantemente la inversión.

9.4.1. La capacidad de adaptación de la regulación

Los factores de contexto discutidos en la tercera conclusión ayudan a explicar la eficacia potencial de la regulación, pero no el grado de eficacia logrado en la práctica, que puede ser igual o inferior al potencial. Por ejemplo, hacen falta factores explicativos adicionales no considerados hasta ahora para comprender por qué en Perú parece haber evidencia de que la regulación habría sido sorteada mientras en

Brasil no sucede lo mismo, compartiendo ambas regulaciones su carácter preventivo y por lo tanto relativamente cauteloso.

El factor adicional más cercano parece ser la capacidad de adaptación que muestra la regulación ante los retos siempre cambiantes que la inversión plantea a los reguladores. Dicha capacidad de adaptación, cuya importancia es destacada habitualmente por la literatura respecto a experiencias de regulación consideradas exitosas como Chile o Malasia durante los noventa, parece la clave que permitiría combatir dos amenazas siempre presentes cuando se pretende afectar a la inversión internacional, como son la posibilidad de que las medidas tengan una intensidad insuficiente y el hecho de que aquellas que son eficaces en primera instancia puedan ser sorteadas con el paso del tiempo.

Los tres países analizados parecen haber conseguido grados diversos de éxito en esta tarea, lo que ayuda a explicar la eficacia detectada en sus regulaciones. Cabe puntualizar que existe una tercera amenaza para la eficacia de la regulación, como es la evasión fraudulenta. Dicho fenómeno se combate con una adecuada supervisión que asegure el cumplimiento de la ley, algo que parece haberse logrado en las tres experiencias analizadas y que por lo tanto no ofrece demasiado espacio para un análisis comparativo relevante.

En el caso de Perú la regulación se muestra incapaz de adaptarse cuando la restricción total sobre el acceso a los títulos de esterilización del Banco Central es sorteada. Los problemas iniciales que crea ese tipo de inversión son subsanados pero solamente para ser sustituidos por otros nuevos ante los que la regulación no tiene respuesta, pues se muestra demasiado tímida como para desincentivar el nuevo circuito inversor que se establece combinando inversión en deuda pública con operaciones cambiarias a plazo.

Brasil, en cambio, parece haber adaptado su regulación de forma adecuada. Por una parte, la literatura documenta numerosos intentos infructuosos de sortearla, lo que indica que la intensidad de las medidas es suficiente como para afectar la conducta de los inversores y también que las autoridades detectan y atajan de forma suficientemente ágil los circuitos que se crean para evitar los costes que imponen las medidas en vigor. Por otra parte, el propio diagnóstico de eficacia parcial que se ofrece en este trabajo apoya también que la adaptación de la regulación ha sido como mínimo aceptablemente exitosa, ya que parece difícil imaginar una regulación preventiva, y por tanto matizada y bastante cautelosa, que sea eficaz sin que al mismo tiempo muestre una adecuada capacidad de adaptación ante los numerosos intentos

documentados de sortearla.

La adaptación de la regulación brasileña se traduciría en la práctica en numerosos incrementos sucesivos -en ocasiones muy ágiles- tanto de la intensidad como de la cobertura de distintas medidas en diferentes ámbitos. Es especialmente ilustrativo el conjunto de modificaciones reguladoras a lo largo de la primera mitad de 2011 para tratar de atajar por todos los medios el auge de las apuestas que los inversores extranjeros realizan sobre el tipo de cambio utilizando contratos futuros con los bancos domésticos como contraparte, que a su vez recurren a la financiación en divisas para cubrir sintéticamente su posición cambiaria. Para atajar esta dinámica, la regulación se endurece en diversos campos de forma coordinada, intensa e incluso innovadora, creándose por ejemplo la figura del impuesto sobre el importe nocional pactado en los contratos futuros sobre el tipo de cambio, de la que apenas parece haber precedentes.

Por último, Islandia también lleva a cabo de forma plenamente exitosa su tarea de adaptación. Es cierto que la intensidad máxima y amplísima cobertura que desde el principio caracterizan a su regulación simplifican notablemente esta tarea, pues no cabe modulación alguna con el paso del tiempo. Ahora bien, es posible ampliar la cobertura más allá incluso de las transacciones computadas en la cuenta financiera, y esto es lo que hace Islandia cuando restringe la compra de divisas con los montos obtenidos por los intereses que reportan los *Glacier Bonds*. Estas transacciones no están limitadas inicialmente por la regulación por tratarse de pagos corrientes, pero la magnitud de los mismos se considera amenazadora para la estabilidad del tipo de cambio a partir de un cierto momento, hecho ante el cual los reguladores no dudan en intensificar la regulación de la inversión para restringir también estas operaciones que, cabe insistir en ello, son de naturaleza corriente y por lo tanto se consideran como norma general completamente al margen de la regulación de las transacciones financieras.

En definitiva, Brasil y Perú adoptan regulaciones moderadamente restrictivas en las que los resquicios son abundantes, así como el riesgo de que las medidas tengan una intensidad insuficiente. La adaptación constante de la regulación es por lo tanto una tarea imprescindible y notablemente compleja -como destacan muchas de las personas entrevistadas en ambos países-, que Brasil parece haber llevado a cabo con mayor éxito que Perú, país éste último donde habría evidencia de que la regulación habría sido sorteada. Por su parte, Islandia, con una regulación enormemente restrictiva, afronta menos dificultades para adaptar esta política aunque lo hace de forma completamente eficaz cuando es necesario ampliando su perímetro de acción incluso más allá de las transacciones puramente financieras.

9.4.2. Factores institucionales que promueven la capacidad de adaptación de la regulación

Parece imprescindible acudir al ámbito institucional para encontrar elementos que ayuden a explicar que la capacidad de adaptación de la regulación sea distinta en unos casos y en otros. Tres son las cuestiones que parecen relevantes en este sentido: la implicación y coordinación de las instituciones, su experiencia en el ámbito de la regulación de la inversión, y la cantidad y calidad de la información relevante a la que las instituciones tienen acceso a la hora de diseñar la regulación y efectuar el seguimiento de su aplicación.

9.4.2.1. Implicación y coordinación de las instituciones

Un primer factor relevante que ayuda a entender la capacidad de adaptación que muestra la regulación es la implicación y coordinación de las distintas instituciones competentes en materia de regulación de flujos de capital. Este factor parece especialmente importante en aquellas regulaciones preventivas como la brasileña y la peruana en las que, por su carácter más matizado y cauteloso, la adaptación de la regulación constituye una tarea imprescindible -y notablemente compleja- para evitar que las medidas en vigor sean sorteadas. Pero es igualmente relevante en las regulaciones de carácter muy restrictivo como la islandesa, donde la implicación y coordinación institucionales son también muy relevantes para evitar que la regulación sea evadida.

La exitosa adaptación de la regulación brasileña es consecuencia directa de la decidida participación en esta tarea tanto del Gobierno a través del Ministerio de Economía como del Banco Central. No solamente estas dos instituciones se muestran muy activas en la regulación que incide en los flujos de capitales, cada una en su ámbito de competencia, sino que ambas identifican separadamente los flujos de capital como una dinámica que requiere ser regulada y que permite justificar la adopción de las medidas de regulación correspondientes. Adicionalmente, las regulaciones de estas instituciones muestran un elevado grado de coherencia y complementariedad, lo cual a su vez es consistente con la existencia de una instancia de coordinación formal para todo lo referente a regulación financiera como es el Consejo Monetario Nacional, que instaura también por su parte medidas administrativas muy específicas e imprescindibles para que el conjunto de la regulación pueda ser eficaz.

En el caso de Perú, la tímida implicación de la SBS y la prácticamente nula participación del Gobierno en la regulación de flujos de capital sin duda lastran la

capacidad de esta política. La falta de capacidad de adaptación causante de que la regulación sea sorteada se derivaría precisamente de la parsimonia que muestran la SBS y el Gobierno regulando respectivamente las operaciones cambiarias de los bancos y la imposición fiscal sobre el comercio de derivados. De hecho, el efecto que la regulación aplicada por estas instituciones pudiera tener sobre los flujos podría considerarse prácticamente un efecto colateral, pues ni los documentos estratégicos revisados ni las entrevistas realizadas inducen a pensar que el Gobierno o la SBS consideren la inversión entrante como una cuestión generadora de potenciales problemas que deben ser abordados, ni mucho menos que dicha tarea se incluya entre sus competencias. Así, no es extraño que las medidas que estas instituciones aplican sean aparentemente irrelevantes incidiendo sobre la inversión.

El escaso protagonismo que parece querer asumir el Gobierno peruano en todo lo que atañe a la regulación de flujos de capital es particularmente llamativo, como lo es la naturalidad con la que desde el Banco Central se asume que para todo lo referente a la estabilidad del sistema financiero el Gobierno es a todos los efectos un actor prácticamente inexistente. Este hecho, junto a la también muy escasa implicación de la SBS, tiene como reflejo la inexistencia de instancias formales de coordinación en materia de regulación del sistema financiero, algo que además parecería especialmente necesario en un país como Perú en el que la supervisión de las entidades financieras es competencia de una institución -la SBS- distinta de la que aplica las políticas monetaria y cambiaria – el Banco Central. Esta arquitectura institucional deja al Banco Central como líder informal y actor casi único en materia de detección de riesgos macroprudenciales, pero con una prácticamente nula capacidad de promover cambios en la regulación fuera de su ámbito directo de competencias.⁹⁴

Por último, Islandia también ejemplifica cómo la implicación y coordinación institucionales son factores determinantes para la capacidad de adaptación de la regulación. La participación del Gobierno es imprescindible desde que se instaura esta política, pues de hecho es quien autoriza al Banco Central, previa aprobación del Parlamento, para restringir las operaciones cambiarias en la medida en que lo crea

94 Un dato anecdótico respecto a la implicación y coordinación institucionales en cuanto a la regulación de flujos de capitales en Brasil y Perú es el distinto contacto que en ambos países parece existir entre Gobierno y Banco Central respecto a esta materia. En las entrevistas realizadas en Brasil, tanto con funcionarios del Gobierno como del Banco Central, eran habituales las alusiones a personas de la otra institución así como a contactos formales e informales entre ambos organismos, solicitudes de información mutua, etc. En Perú, las personas a las que se aludía en las entrevistas, si era el caso, pertenecían sin excepción a la misma institución de la persona entrevistada y las referencias a contactos entre instituciones motivados por la gestión de la inversión entrante eran mínimas. Esto no puede en modo alguno considerarse una evidencia fuerte, pero es ilustrativo de que, como mínimo en cuanto a la regulación de flujos de capital, la cultura institucional en Perú parece más compartimentalizada y el trabajo en común entre las instituciones mucho menos relevante que en el caso de Brasil, algo coherente con la desigual implicación institucional con respecto a los flujos de capital que parece haber en uno y otro país.

oportuno para salvaguardar la estabilidad de la economía. Adicionalmente, dado que la regulación islandesa es tan restrictiva que no puede ser sorteada sino únicamente evadida, hay que recordar también el importante rol del Gobierno garantizando el adecuado cumplimiento de la ley y evitando así que los circuitos de evasión alcancen una dimensión tal que comprometan seriamente la eficacia de las medidas cambiarias aplicadas. Este logro es compartido también por Brasil y Perú pero vale la pena reseñarlo en el caso de Islandia porque en este país la importancia potencial de la evasión podría haber sido muy grande.

9.4.2.2. Experiencia institucional

Un segundo factor institucional relevante que contribuye a explicar la capacidad de adaptación de la regulación es la experiencia previa en contextos de crisis cambiarias o de fuga de capitales. Tanto Perú como Brasil basan su entramado de regulación en herramientas, el encaje bancario y el impuesto IOF respectivamente, que en 2008 llevan ya aplicándose de forma ininterrumpida casi dos décadas. Su utilización está plenamente integrada en los aparatos burocráticos correspondientes, y son medidas extraordinariamente ágiles que pueden ser modificadas por la autoridad competente de forma discrecional e inmediata.

Adicionalmente, la experiencia previa en la utilización de estas herramientas habría facilitado su adaptación sobre la marcha. El Banco Central de Perú aprende de la experiencia de 2008, cuando el endurecimiento del encaje marginal no es demasiado eficaz, y se muestra mucho más decidido a partir de 2010. La innovación reguladora de Brasil en julio de 2011 para poder afectar impositivamente a los futuros sobre el tipo de cambio tiene una relevancia innegable, pero cabe recordar que supone una modificación legal marginal de una figura de regulación que lleva años aplicándose. Brasil y Perú ejemplifican cómo la adaptación de la regulación sin duda se ve facilitada cuando se cuenta con una base previa de herramientas sobradamente probadas.

Ahora bien, la experiencia previa no puede considerarse una condición suficiente para que la regulación de la inversión sea eficaz, como ejemplifica Perú. Su encaje bancario, a pesar de intensificarse con agilidad y voluntarismo, no habría logrado ser eficaz por la excesiva cautela con la que se aplica, fruto posiblemente de un condicionante ya discutido como es la gran dependencia de la economía con respecto a la financiación externa captada por los bancos.

En el caso de Islandia las instituciones carecen completamente de experiencia previa cuando instauran su regulación en octubre de 2008. Probablemente la simplicidad

inicial de las medidas -absolutamente drásticas-, la competencia general y profesionalidad de la burocracia pública y las capacidades técnicas específicas de las que se puede dotar con relativa rapidez una economía tan rica hayan favorecido que Islandia fuera capaz de aprender con tanta rapidez cómo aplicar con éxito su regulación. Tampoco debe olvidarse la posibilidad muy razonable, aunque no constatada en la literatura, de que Islandia recibiera apoyo técnico específico del IMF en materia de regulación de flujos de capital en el marco de su programa de asistencia *Stand-by*. Si Perú sugería que la experiencia previa no constituye una condición suficiente de eficacia, del análisis de Islandia se derivaría que dicha experiencia tampoco es una condición necesaria.

9.4.2.3. Sistemas de recogida de información

Un tercer factor institucional que parece favorecer la capacidad de adaptación de la regulación tiene que ver con la arquitectura institucional de recogida de información financiera con la que las autoridades cuentan para valorar el funcionamiento de las medidas en vigor así como la pertinencia de otras nuevas, su eventual diseño y posterior seguimiento. Brasil tiene un exhaustivo entramado de regulación que obliga al registro de transacciones financieras, lo que permite a las autoridades tener acceso de forma ordinaria a toda la información respecto a transacciones cambiarias, operaciones en el mercados de derivados -no solo organizados sino también OTC- y en general todas aquellas operaciones que están sujetas al impuesto IOF -y que ni mucho menos son solo los flujos de capital entrantes- y de las que debe darse cuenta a la administración tributaria. Otro dato significativo es que los datos de la balanza de pagos tienen periodicidad mensual, lo cual indica la potencia del aparato institucional dedicado a la recogida y procesamiento de información financiera.

El caso de Perú es muy distinto al brasileño. El mercado de títulos tiene una importancia residual con lo que no constituye un foco de registro relevante de actividades. Gran parte de la inversión distinta a la IED entra por la vía bancaria, y son también los bancos quienes crean el mercado no organizado de derivados sobre el tipo de cambio. La importancia de los bancos exige que sea la actividad de regulación y supervisión bancaria la encargada de velar porque exista una adecuada estructura de recogida de información. El problema es que esta función es competencia de la SBS, quien no parece tener excesivo interés por las cuestiones de prevención de riesgos macroprudenciales relacionados con la inversión entrante. Por su parte, el Gobierno tampoco es de mucha ayuda. Como ejemplo, existe un impuesto que se aplica a todas las transacciones financieras como herramienta para luchar contra la

economía sumergida, pero la existencia de esta figura tributaria no redundaría, como fácilmente podría hacerlo, en una mayor disponibilidad de información para todas las instituciones que nutra los procesos de decisión respecto a la regulación de flujos de capital. Por último, las estadísticas de la balanza de pagos se publican trimestralmente, lo que indica una menor cantidad de recursos dedicados al esfuerzo estadístico en comparación con Brasil.

Parece que en Perú la información financiera relevante para las autoridades es más escasa que en Brasil. Pero quizá el principal problema es que está dispersa entre tres instituciones de las cuales solamente una, el Banco Central, muestra un claro interés por la regulación de flujos de capital. La escasa implicación de Gobierno y SBS en esta tarea y la casi inexistente coordinación institucional al respecto, que en sí mismos ya son factores que obstaculizan la eficacia, se reflejan también en que la información relevante difícilmente llega a contribuir como debiera a los procesos de diseño y aplicación de la regulación, bien porque no se recoge o bien porque no se comparte.

En Islandia la capacidad de las autoridades de conocer lo que ocurre en el sistema financiero no parece haber sido un obstáculo para la eficacia de la regulación. De nuevo cabe recordar que Islandia presenta características muy favorables que hacen relativamente sencilla esta tarea, como son su elevada renta per cápita, el desarrollo de sus instituciones y, de nuevo, el pequeño tamaño de su economía y de su sector financiero, lo que supone que el número de agentes que deben ser supervisados es mucho menor y también lo es la masa de información que es necesario procesar. Ahora bien, a pesar de todos estos factores favorables el conocimiento de lo que acontecía en el ámbito financiero por parte de las autoridades parecía ser bastante limitado durante la burbuja que se gesta entre 2003 y 2008, lo que de nuevo recuerda que las capacidades institucionales potenciales no tienen porqué traducirse en actuaciones concretas eficaces. Esto sugiere que el acceso a información adecuada del ámbito financiero por parte de las autoridades podría ser una condición necesaria para la correcta adaptación de la regulación pero en modo alguno suficiente.

9.4.3. La voluntad política como determinante básico de la eficacia de la regulación

De los tres factores institucionales discutidos que parecen favorecer la capacidad de adaptación de la regulación, la experiencia previa de las instituciones en contextos de turbulencia financiera relacionada con flujos de capital depende de la historia pasada, y por lo tanto queda fuera del ámbito de actuación de las instituciones en el presente como factor impulsor de la capacidad de adaptación de la regulación. Pero tanto la

implicación y coordinación institucionales como la existencia de sistemas adecuados de recogida de información dependen por completo de lo que las instituciones hagan en el presente, por lo que cabe preguntarse qué explica las diferentes actitudes institucionales en este sentido. La respuesta parece estar en la voluntad política, que parece el auténtico motor que mueve a las autoridades a implicarse de forma activa y coordinada en la regulación de flujos de capital así como a dotarse de sistemas de recogida de información financiera funcionales para tal propósito.

Así, una vez que el alcance potencial máximo de la regulación de los flujos de capital está determinado por los factores de contexto detallados en la tercera conclusión, parece ser la voluntad política la explicación fundamental de la eficacia práctica alcanzada, lo que validaría la cuarta y última hipótesis esbozada al inicio de la investigación. Dicha voluntad política habría sido probablemente mayor en Brasil y en Islandia que en Perú. Ello explicaría la mayor implicación y coordinación institucionales detectada en los casos brasileño e islandés, así como la mayor cantidad de información relevante a la que las autoridades de estos países parecen tener acceso a la hora de diseñar y aplicar políticas que afecten a la regulación. Estos dos últimos factores habrían permitido una mayor capacidad de adaptación de la política de regulación, lo que posiblemente habría favorecido su mayor eficacia.

9.4.4. Algunos síntomas indicativos de voluntad política

La comparación de las experiencias analizadas sugiere que habría tres aspectos concretos que podrían resultar informativos como síntomas de la voluntad política que existe para regular los flujos de capital: la variedad de las medidas que integran el entramado de regulación -y más concretamente la utilización de impuestos y de medidas que discriminan en función de la residencia de los agentes-, su capacidad de afectar a las transacciones con derivados y, por último, la terminología que las propias instituciones reguladoras utilizan para referirse a las medidas que aplican.

9.4.4.1. Variedad de medidas utilizadas

Una recomendación habitual en la literatura repasada, al menos entre quienes defienden que la regulación de la inversión debiera considerarse como una opción más de política económica perfectamente legítima, es que una regulación exitosa necesariamente deberá poder recurrir a un amplio abanico de herramientas, de forma que sea el contexto, y no condicionantes o prejuicios previos, el que determine qué tipo de medidas se utilizan en cada caso.

Las experiencias analizadas en la presente Tesis ofrecen un resultado consistente con lo anterior. En las regulaciones preventivas como las que aplican Brasil y Perú la variedad de herramientas de las que se sirve esta política parece ser un síntoma de la voluntad política que sustenta la regulación y, en consecuencia, un indicio indirecto de su eficacia. En Brasil el entramado de regulación resulta mucho más variado que en Perú, destacando especialmente la importancia que cobran las medidas impositivas, cuya importancia es marginal en Perú, y también las medidas declaradamente discriminatorias en función de la residencia, los “controles de capitales”, ausentes por completo, al menos de forma explícita, en el caso peruano.

Los impuestos no poseen ninguna característica esencial que los haga más adecuados para regular los flujos de capital que cualquier otra herramienta de precios o administrativa, pero el hecho de que constituyan una parte importante de la regulación es indicativo de tres circunstancias que parecen favorecer su eficacia. La primera es una fuerte voluntad política por parte del Gobierno para implicarse en esta tarea, pues los impuestos son una medida de regulación a la que fácilmente se atribuye una elevada discrecionalidad, por alejarse del carácter pretendidamente “técnico” de otras regulaciones usualmente mejor recibidas por los agentes, como por ejemplo las que proceden de los Bancos Centrales, unas instituciones nominalmente independientes del poder político. Regular mediante impuestos supone para los Gobiernos costes normalmente mayores en términos de recelo y desconfianza de los inversores, así que su utilización indica una fuerte apuesta política en favor de la regulación de los flujos de capital.

Una segunda circunstancia favorable para la eficacia de la regulación cuando los impuestos se utilizan ampliamente es que la administración tributaria está implicada en su aplicación aportando un aparato burocrático potente y experto. Ello incrementa la capacidad de la regulación de ser eficaz porque la estructura de incentivos y sanciones en relación al cumplimiento de las obligaciones tributarias suele ser de las más claramente establecidas y aceptadas por todos los actores en un país, y la recaudación fiscal uno de los ámbitos en que los instrumentos legales para garantizar el cumplimiento de la regulación son más potentes.

Por último, la regulación mediante impuestos puede también favorecer la eficacia porque, gracias de nuevo a la implicación de la administración tributaria, el Gobierno tiene un acceso directo a una importante cantidad de información respecto a lo que pasa en los mercados financieros, algo que se ha destacado como uno de los factores institucionales que favorecen la capacidad de adaptación de la regulación. Allí donde se utilizan los impuestos, la existencia de una estructura recaudatoria implica que las

entidades financieras intermediarias computan de forma ordinaria las transacciones sujetas a impuestos y que deben además informar de ellas a la administración. El valor de los impuestos como método indirecto para obtener información es una consideración que hacen muchas de las personas entrevistadas, y que en Perú se ejemplifica de forma muy clara desde el momento en que existe un impuesto generalizado a todas las transacciones financieras -con un tipo muy reducido- cuyo propósito declarado es contribuir a la lucha contra la economía informal y fraudulenta.

Al igual que se ha razonado respecto a los impuestos, la utilización de “controles de capitales” como parte de la regulación es también sintomática de algunos rasgos positivos para la eficacia de esta política. Los “controles de capitales” son definidos por el IMF como aquellas medidas que afectan a la inversión internacional discriminando en función de la residencia del actor sobre el que se aplican, y el trato injusto -a juicio de esta institución- que dicha discriminación supone respaldaría la recomendación de restringir al máximo su utilización.

Cabe apuntar en primer lugar que la ausencia de discriminación como principio básico para el diseño de cualquier legislación tiene todo el sentido siempre que sirva para evitar un tratamiento injustificadamente diferente de situaciones esencialmente idénticas. Ahora bien, el país de residencia de un inversor es en muchas ocasiones un dato muy relevante, pues afecta de forma central al tipo y la magnitud del riesgo o problema que para la economía puede suponer la transacción en la que dicho agente toma parte. Si una transacción supone problemas distintos en función de quién la lleva a cabo, parece razonable, y en modo alguno injusto, que la regulación sea sensible a esta cuestión y discrimine en función de la residencia de los agentes.

Más allá de la discusión respecto a la justificación de las medidas discriminatorias, lo que es evidente es que tales medidas llevan asociada una carga peyorativa que implica costes domésticos y externos para los reguladores que recurren a ellas, por ejemplo en términos de desconfianza de los agentes. De nuevo, como ocurría con los impuestos, la utilización de estas herramientas sugiere que la voluntad política que sustenta la regulación de flujos de capital es fuerte.

Brasil es un ejemplo de utilización amplia y explícita de medidas discriminatorias hacia los inversores extranjeros, pues a ellos se dirige explícitamente el IOF aplicado sobre la adquisición de títulos en mercados bursátiles, especialmente los de renta fija de corto plazo. Islandia hace también un uso relevante de la discriminación por motivos de residencia cuando amplía el perímetro de cobertura de la regulación afectando también a las transacciones corrientes por pagos de intereses de los *Glacier Bonds*,

cuya característica identificativa es precisamente que son títulos emitidos en moneda islandesa por entidades financieras no residentes en el país.

Perú es el único país de los analizados que no utiliza medidas destinadas explícitamente a tratar de forma diferenciada a los inversores extranjeros, si bien las herramientas de regulación más relevantes tienen este mismo efecto en la práctica. Por ejemplo, la restricción administrativa para adquirir títulos de esterilización del Banco Central afecta nominalmente a quienes no pueden participar en el mercado primario de estos títulos, pero en la práctica dichos agentes son mayoritariamente entidades financieras extranjeras. De forma parecida, el encaje bancario se aplica sobre actores domésticos, pero el trato diferenciado que otorga a los pasivos extranjeros pretende incidir de forma particular en la inversión bancaria externa, dado que supuestamente los bancos trasladarán al inversor extranjero el coste que le impone la regulación doméstica.

En definitiva, la utilización amplia y explícita de los impuestos o de medidas discriminatorias en función de la residencia parece un síntoma de la voluntad política en la que se sustenta la regulación de flujos de capital, informando indirectamente de la probable eficacia de esta política. Dicho síntoma estaría presente de forma muy clara en los casos de Brasil e Islandia, y de forma mucho menos evidente en Perú, donde los impuestos tienen una relevancia marginal dentro de la regulación que afecta a la inversión y la discriminación por motivos de residencia es utilizada pero nunca de forma explícita y declarada.

9.4.4.2. Capacidad de afectar al mercado de derivados

Un segundo rasgo sintomático de la voluntad política que sustenta la aplicación de una regulación de flujos de capital parece ser su capacidad de afectar al mercado de derivados sobre el tipo de cambio. Para las regulaciones que por su carácter preventivo deben obligatoriamente adaptarse si no quieren verse sorteadas por la inversión, el mercado de derivados cambiarios parece constituir la prueba más exigente. Por una parte, la naturaleza muy variada de los actores que participan en estos mercados y las características de los contratos negociados entre ellos pueden limitar notablemente la eficacia de herramientas tradicionales de regulación como los impuestos o la regulación prudencial bancaria. Por otra parte, es habitual que los mercados de derivados, especialmente si son OTC, sean bastante opacos para las autoridades, lo que dificulta enormemente el seguimiento de lo que allí ocurre y en consecuencia la detección de dinámicas potencialmente peligrosas así como el diseño de posibles medidas correctoras y la valoración de su impacto.

También cabe señalar la dificultad que supone focalizar las medidas sobre los contratos derivados que se desean desincentivar sin penalizar su utilización para fines que no se consideran amenazadores para la economía. Por ejemplo, en el caso de Brasil el auge de los derivados de tipo de cambio se relaciona claramente con una actividad especulativa de los inversores extranjeros que apuestan a la apreciación de la moneda brasileña. El problema es que las medidas impositivas que se adoptan para atajar esa dinámica penalizan igualmente a aquellos inversores que contratan derivados cambiarios por motivos de cobertura de riesgos, una actividad que en principio no solo no es preocupante, sino todo lo contrario. En el caso de Perú la cuestión es aún más compleja porque los contratos derivados problemáticos sirven de cobertura a los extranjeros y quienes asumen riesgos son los agentes domésticos que dolarizan sus deudas. Atemperar la acumulación de riesgos en los agentes peruanos no parece sencillo sin penalizar la cobertura de riesgo cambiario de los no residentes.

En definitiva, el mercado de derivados sobre el tipo de cambio supone un reto para la regulación de flujos de capital entrante. Si un entramado de regulación preventiva aspira a ser eficaz probablemente deberá ser capaz de incidir tarde o temprano sobre dicho mercado, pues de lo contrario éste acabará probablemente por ofrecer a los inversores oportunidades atractivas de ganar exposición a las rentabilidades de la economía en cuestión evitándoles asumir los costes que la regulación imponga en las vías de entrada más tradicionales como son la adquisición de títulos de renta fija o variable o la inversión bancaria. Además, afectar al mercado de derivados no solo es difícil sino también posiblemente costoso en términos de penalización de transacciones que no son especulativas sino de cobertura.

Regular con eficacia el mercado de derivados, tanto por las dificultades que entraña como por los costes que implica, es sintomático de una fuerte voluntad política en favor de la regulación de flujos de capital. Brasil habría logrado afectar con su regulación al mercado organizado de futuros cambiarios mientras que Perú habría sido poco exitoso influyendo sobre el mercado OTC de este tipo de títulos. Esta distinta capacidad de los dos entramados reguladores en lo que respecta a los derivados parece de nuevo poner de manifiesto la superior voluntad política mostrada por Brasil en todo lo relacionado con la regulación de la inversión.

9.4.4.3. La terminología respecto a la regulación de la inversión

El tercer síntoma de la voluntad política para promover la regulación de los flujos de capital parece ser el lenguaje que desde las instituciones de cada país se utiliza para referirse a las medidas aplicadas. Durante el periodo analizado, tanto Perú como Brasil

niegan que estén aplicando “controles de capitales”, cuando de acuerdo a la definición del IMF muchas de las medidas utilizadas de hecho lo son, ya sea de forma explícita como el IOF de Brasil o implícita como el encaje bancario de Perú.

Las personas entrevistadas en ambos países razonan en general que el término de “control de capitales” debiera reservarse para una política agresiva que tuviera como objetivo interrumpir de manera drástica y arbitraria los flujos entrantes. El IOF de Brasil no encajaría en esa descripción porque trata simplemente de reconducir la liquidez entrante. Las medidas de regulación que aplica Perú tampoco, pues el objetivo tanto del encaje como de la restricción administrativa sobre el acceso a títulos de esterilización sería simplemente lograr que la política monetaria fuera eficaz en un contexto de elevada dolarización.

La actitud de Brasil y Perú puede entenderse recordando que sus regulaciones son preventivas y por lo tanto se aplican tratando de minimizar costes en términos de inversión externa desincentivada. En este sentido parece lógico rechazar la denominación de “control de capitales”, para no dar una imagen de excesiva hostilidad ante los inversores extranjeros, y en cambio utilizar términos con mucha menor carga peyorativa como el de “medidas macroprudenciales sobre el mercado cambiario” que utiliza el Banco Central de Brasil para referirse al IOF sobre los títulos de renta fija adquiridos por extranjeros o el de “herramientas de política monetaria ampliada” que utiliza el Banco Central de Perú cuando se refiere al encaje bancario particularmente intenso sobre los pasivos exteriores.

Más allá del rechazo compartido por Brasil y Perú al término “control de capitales”, hay diferencias sustanciales entre ambos países. Brasil hace gala internacionalmente de que goza del margen legal para regular los flujos de capital y lo utiliza, y además señala expresamente que los inversores extranjeros son objeto de preocupación particular ya que Brasil está abierto a la inversión pero no al “juego de casino” (Gomes, 2013). Parece haber por lo tanto una actitud de reclamación con la que Brasil quizá trata de poner de manifiesto su autonomía como actor relevante en la escena internacional, un rasgo sin duda reforzado por el peso de Brasil como país y como destino inversor de referencia entre los mercados emergentes.

Por el contrario, Perú se muestra muchísimo más discreto, sin ninguna alusión expresa en los ámbitos doméstico o internacional al tratamiento diferenciado que de facto reciben los flujos bancarios entrantes por parte de la regulación. Perú, al contrario que Brasil, parece querer pasar desapercibido con la regulación que aplica, algo que también concuerda con la preocupación permanente que trasladan muchas de las

personas entrevistadas respecto a la imagen que Perú presenta de sí mismo hacia el exterior. Esto parece lógico ya que Perú tiene una situación mucho más delicada que Brasil como destino inversor pues recibe una financiación externa mucho más volátil y menos diversificada. Perú parece tener motivos poderosos no solo para regular de forma más cauta la inversión entrante que Brasil -y según el presente análisis menos eficaz-, sino también para publicitar lo menos posible dicha regulación y el obstáculo que constituye para los inversores.

El caso de Islandia es llamativo en el marco del análisis terminológico, porque lejos de huir de la etiqueta de “controles de capitales”, la utiliza y reclama de forma reiterada para las medidas que aplica. Lo curioso es que, de nuevo según la definición del IMF, solamente la ampliación de la regulación para restringir los pagos por intereses procedentes de los *Glacier Bonds* debiera considerarse como un “control de capitales” porque es el único elemento de regulación que discrimina en función de la residencia.

Una posible lectura de este interés porque la regulación se considere como un “control de capitales” es que Islandia trata de presentar su estrategia de salida de la crisis como un ejemplo de “revolución democrática” de la ciudadanía frente al poder del sector bancario cuyo auge llevó a la ruina al país. En este sentido, la denominación de “control de capitales” transmite de forma inequívoca el nivel de extraordinaria restricción que indudablemente tiene su regulación, lo que quizá contribuye a que la acción reguladora se perciba como un fuerte correctivo que las autoridades aplican sobre la actividad financiera. Todo ello probablemente refuerza un aroma de heterodoxia que Islandia parece desear que se atribuya a su estrategia de salida de la crisis, si bien la cuestión de hasta qué punto debiera calificarse de heterodoxo lo que ha pasado en Islandia requiere un análisis bastante matizado, tal y como se ha discutido en el correspondiente estudio de caso.

En suma, las experiencias analizadas ilustran cómo el lenguaje puede ser sintomático de la voluntad política en favor de la regulación. Cuanto más fuerte es dicha voluntad parece más fácil que se reclame explícitamente la pertinencia y legitimidad de esta política en el ámbito internacional, como hacen Brasil e Islandia. Incluso puede hablarse de ella con el término “control de capitales”, algo que solamente hace Islandia probablemente porque con una regulación tan restrictiva la utilización de este término no supone costes adicionales en términos de desconfianza por parte de los inversores y en cambio contribuye a trasladar a todos los agentes una imagen de determinación en el objetivo y severidad de la política aplicada por parte de las autoridades para tratar de salir de la crisis.

9.4.5. *La mayor intensidad o duración de las medidas no minaría su eficacia*

Para concluir este epígrafe dedicado a la voluntad política como determinante básico de la eficacia práctica que logra la regulación de los flujos de capital, vale la pena aludir brevemente a dos factores que usualmente se citan entre los obstáculos más destacables para la eficacia de la regulación, como son lo restrictiva que es dicha política y el tiempo durante el cual se aplica. En las experiencias analizadas, ninguno de estos factores parece tan relevante para minar la eficacia de la regulación como la escasa voluntad política y sus consecuencias, y vale la pena justificar por qué.

La literatura alude habitualmente a lo restrictivas que son las medidas aplicadas como un factor que minaría la eficacia de la regulación al incentivar en mayor medida los intentos de sortearla o incluso evadirla. Esto contrastaría con la idea defendida en este trabajo de que el grado de restricción de hecho contribuye a la eficacia. Cuando en los trabajos revisados se alude a una regulación tan restrictiva que deja de ser eficaz porque es sorteada se está describiendo normalmente una regulación restrictiva solamente respecto a un tipo concreto de transacción pero de cobertura baja. En el marco del presente trabajo la restricción que supone este tipo de regulación no se catalogaría de elevada sino más bien de reducida por su limitada cobertura, fruto de lo cual dejaría resquicios disponibles para que la inversión sorteara las medidas aplicadas.

Por otra parte, cuando la literatura alude al fenómeno de evasión como responsable de que una regulación muy restrictiva no sea eficaz de lo que se está hablando es de la incapacidad de las instituciones para hacer cumplir la ley. La evasión, que en un caso genérico puede ser sin duda un fenómeno relevante, no ha sido parte del objeto de estudio en este trabajo por la casi nula importancia que parece haber alcanzado en las experiencias analizadas. Pero en cualquier caso, allí donde la evasión sea digna de mención el análisis debiera centrarse en el ámbito institucional, que es donde se sitúan las causas de este fenómeno, y no en lo restrictiva que es la ley. Afirmar que el carácter excesivamente duro de la regulación de flujos de capital explica el fenómeno de la evasión, y derivado de ello la ineficacia de esta política, es equivalente a afirmar que el código de circulación se infringe porque es demasiado restrictivo o que la evasión fiscal se explica en términos genéricos porque los tipos impositivos aplicados son muy elevados. Esta línea de argumentación, de carácter muy generalista, parece poco productiva para una mejor comprensión del fenómeno de los flujos de capital y su regulación en un contexto concreto, pues la principal recomendación que suele derivarse de ella es que para evitar la evasión de la regulación de la inversión lo más adecuado es simplemente aligerar o incluso eliminar dicha política, algo que no parece

muy razonable.

Toda regulación que aspire a ser eficaz deberá ser necesariamente influyente sobre la conducta de los inversores, y eso supone automáticamente que habrá quien tratará de evitar los costes que impone, sorteando o incluso evadiendo las medidas aplicadas. Es evidente, además, que los incentivos para estas conductas crecen a medida que la regulación es más restrictiva. Pero lo que determinará la eficacia de la regulación es si las instituciones tienen voluntad política y capacidades para evitar estos dos fenómenos, es decir, si la regulación se aplica adecuadamente para que no haya evasión y si es debidamente adaptada con el tiempo para evitar ser sorteada.

Los incentivos para sortear la regulación pueden considerarse relativamente moderados y parejos en Perú y Brasil, dado el carácter preventivo y cauto de sus regulaciones. Si en Perú se detecta que la regulación ha sido sorteada y en Brasil no, a pesar de los numerosos intentos documentados, quiere decir que la clave para que una regulación sea sorteada no está tanto en el grado de restricción que supone para los comportamientos de los agentes, sino más bien en el resto de factores institucionales discutidos, que parecen tener su origen en la voluntad política y reflejarse a su vez en la capacidad de adaptación de la regulación. En el mismo sentido, la regulación de Islandia es la que ofrecería los incentivos más poderosos para la evasión, al tratarse de una regulación completamente restrictiva, y sin embargo dicho fenómeno no parece haberse producido de nuevo por las capacidades institucionales puestas al servicio de la aplicación eficaz de la regulación, fruto de una sólida voluntad política. En definitiva, las experiencias analizadas sugieren que son los elementos institucionales y la voluntad política que los determina los factores que debieran atraer la atención de los análisis como promotores de que la regulación no fuera ni sorteada ni evadida, y no la dureza de las medidas como tal.

La literatura también alude habitualmente al tiempo durante el cual una regulación está en vigor como uno de los grandes enemigos para su eficacia. El argumento es que la regulación podría usualmente lograr efectos de corto plazo, pero su capacidad de impacto se vería minada paulatinamente conforme se alarga su periodo de aplicación porque los agentes acabarían por encontrar formas de sortearla. Así pues, se sugiere que una condición necesaria para que la regulación sea eficaz es que se utilice durante un periodo de tiempo breve.

De las experiencias analizadas parece deducirse que el tiempo de vigencia de la regulación determina en menor medida su eficacia que otros factores ya discutidos. En Islandia, los más de 6 años de regulación hasta finales de 2014 no parecen haber

hecho mella en su eficacia, lo que se explicaría por la solvencia con la que se han aplicado las restricciones cambiarias y porque la regulación se ha adaptado cuando ha sido necesario para poder seguir constituyendo un factor de estabilización para el tipo de cambio, fruto todo ello de la voluntad política de todas las instituciones implicadas.

En Brasil no parece que la regulación haya sido sorteada con éxito durante el periodo sometido a estudio, y esto no ha sucedido porque las medidas se aplicaran durante un breve lapso de tiempo, sino porque la adaptación de la regulación ante los numerosos intentos por sortearla ha sido continua y relativamente ágil. Por último, en Perú la regulación parece haber sido sorteada por falta de capacidad de reacción por parte de las autoridades. Evidentemente si la regulación peruana hubiera estado en vigor durante un periodo muy breve, hubiera sido difícil que se instaurara el circuito de inversión que permitía sortearla, cuya creación no podía ser instantánea. Pero no parece el tiempo la variable más relevante para explicar este fenómeno, sino simplemente el último factor que contribuye a ello, una vez que se da la condición más importante, que parece ser la falta de capacidad de adaptación de la regulación derivada de una falta de voluntad política.

En resumen, dado un tipo de regulación con una cierta capacidad de adaptación, un mayor lapso de tiempo en principio otorgaría más oportunidades a quienes tratan de sortear las medidas aplicadas. Pero en las experiencias analizadas sería la falta de voluntad política, reflejada en una inadecuada adaptación de la regulación, el factor que parece más determinante a la hora de explicar que la regulación sea sorteada. Cuando dicha voluntad existe, como ejemplifican Brasil e Islandia, el tiempo no parece capaz de erosionar la eficacia de las medidas en vigor.

9.5. La importancia de los bancos domésticos

Quinta conclusión: los bancos domésticos parecen cumplir un rol de extraordinaria importancia en todos los ámbitos de la temática analizada, ya sea como actores clave en los circuitos de entrada de inversión, como focos transmisores de los riesgos y problemas a los que los flujos entrantes pueden contribuir, como objetivos para la regulación de los flujos de capital o como agentes activos en los circuitos inversores que tratan de sortear la regulación en vigor.

La relevancia de los bancos domésticos en todo lo referente a la temática analizada en este trabajo constituye quizá el rasgo común más claro de las tres experiencias analizadas más allá de las enormes diferencias económicas e institucionales

existentes entre los países sometidos a estudio. En primer lugar, los bancos son intermediarios imprescindibles para la propia entrada de la inversión en sus múltiples versiones, siendo este fenómeno especialmente agudo en Perú e Islandia, donde los bancos atraen, por una u otra vía, casi la totalidad de la inversión entrante distinta a la IED. Su participación en el mercado de derivados de tipo de cambio, allí donde éste es relevante, también es esencial, ya sea como contraparte de un mercado organizado como ocurre en Brasil, o como creador del mercado no organizado como sucede en Perú.

En segundo lugar, los bancos constituyen la principal vía de canalización por la que los flujos entrantes de capital pueden generar problemas y riesgos en la economía receptora. La excesiva expansión de la demanda a consecuencia del auge inversor tiene como uno de sus componentes fundamentales la actividad crediticia de los bancos, que se nutre en parte de la financiación obtenida en el exterior. Los problemas macroprudenciales de sobreendeudamiento de hogares y empresas así como de riesgo de cambio de hogares y empresas por balances semidolarizados (Perú) o por deudas indexadas al tipo de cambio (Islandia) son consecuencia también del crédito otorgado por los bancos. Y los propios bancos acumulan en sus balances riesgos relevantes relacionados con la inversión entrante, como el de liquidez por su endeudamiento en divisas (Perú e Islandia), o el cambiario por sus descuadres de divisas consecuencia muchas veces del arbitraje que realizan entre los mercados cambiarios al contado y a plazo (Brasil).

En tercer lugar, los bancos asumen también un gran protagonismo en todos los intentos documentados de sortear las regulaciones analizadas. La importancia de estos actores en cuanto a la potencial acumulación de riesgos justifica que una parte de la regulación de flujos de capital actúe específicamente sobre ellos, lo que ya supone un incentivo claro para tratar de sortear legalmente esta política, dado que les afecta directamente.

Pero además los bancos se muestran muy activos contribuyendo a que otros actores, que no necesariamente realizan inversión en los bancos, logren también sortear la regulación que les afecta. Esto último sugiere que la inversión externa es para los bancos una fuente de negocio muy interesante en cualquier caso, aunque no llegue por la vía bancaria. Esto es lógico si se piensa que cualquier financiación que reciba el país desde el exterior acaba contribuyendo a una dinamización del mercado financiero doméstico, lo que supone oportunidades de beneficio para los bancos domésticos, por ejemplo en términos de servicios de gestión, intermediación, asesoramiento, representación o custodia de títulos.

También puede ocurrir que la implicación en el circuito que permite a los inversores sortear la regulación sea en sí misma una actividad provechosa para el banco, como por ejemplo sucede con el arbitraje con futuros sobre el tipo de cambio y las coberturas sintéticas correspondientes en el que participan activamente los bancos brasileños al mismo tiempo que permiten que los inversores extranjeros, contraparte en esos contratos a plazo, continúen con su actividad especulativa respecto a la moneda brasileña.

En suma, la importancia que adquiere la inversión extranjera como fuente de negocio para los bancos domésticos explica su empeño en que dicha inversión continúe llegando, superando si es necesario los costes que impone la regulación. Parece lógico incluso que dicho empeño sea mayor que el mostrado por los inversores extranjeros. El motivo es que una regulación eficaz supone costes elevados para los bancos, porque como mínimo exige modificar su participación en los circuitos de entrada de inversión pero incluso puede suponer la pérdida de oportunidades de beneficio prácticamente insustituibles en caso de que la inversión sea desincentivada en términos agregados y no tan solo reconducida hacia determinadas vías. En cambio, parece razonable pensar que el impacto de una regulación eficaz para el inversor externo sea menor, pues le incentivará en el peor de los casos a reasignar su cartera incrementando el peso relativo de otros destinos dentro del conjunto de países en los que invierte, lo que supondrá una merma en las rentabilidades que será en cualquier caso mínima en términos de su posición inversora agregada.

Por último, los bancos parecen también los actores que más capacidad tienen para lograr que la regulación de flujos de capital sea sorteada, pues conocen mejor que ningún inversor extranjero el entramado legal e institucional del país en el que operan. Todos los argumentos expuestos parecen como mínimo consistentes con lo observado en Brasil y Perú, pues en ambos casos se observa que los principales dinamizadores de los circuitos que permiten sortear medidas de regulación inicialmente eficaces son precisamente los bancos domésticos.

El papel que cabe atribuir a los bancos domésticos obliga a cuestionar uno de los esquemas conceptuales básicos más habituales con los que la literatura suele acercarse a la cuestión de la eficacia de la regulación sobre la inversión. Según dicho esquema, esta política se interpreta en términos genéricos como una suerte de juego entre el regulador doméstico y el inversor extranjero, el cual trataría de entrar por todos los medios en la economía evitando los costes que tratan de imponerle las autoridades, que deben por lo tanto adaptar constantemente las medidas que aplican a fin de que no sean rebasadas. Pues bien, en las experiencias analizadas parece claro

que el juego se establecería más bien entre el regulador y los bancos domésticos, los actores que, según se ha razonado, parecerían tener el mayor conocimiento y los incentivos más claros para lograr que los circuitos inversores conectados con el exterior se mantuvieran en la medida de lo posible fuera del alcance de la regulación.

La enorme importancia de los bancos domésticos para comprender los tres estudios de caso contrasta con el escaso protagonismo que se le otorga a esta cuestión en la literatura previa que se ha revisado. Curiosamente se le da mucho mayor protagonismo al desarrollo de los mercados financieros como un elemento que promovería una mayor acumulación potencial de riesgos y favorecería a aquellos que desean sortear la regulación ofreciendo más posibilidades para construir nuevos circuitos inversores a salvo de las medidas en vigor. Sin embargo, esta intuición, sin duda razonable en términos genéricos, no se vería refrendada a raíz de la investigación realizada. Si en las experiencias analizadas hubiera que identificar un nexo que relacionase entre sí tanto las dinámicas que amenazan potencialmente la estabilidad financiera como los circuitos que permiten sortear la regulación en vigor, dicho nexo no sería la innovación financiera sino más bien la participación de los bancos domésticos.

En Brasil, con mercados financieros muy líquidos y bastante sofisticados, los riesgos habrían llegado por la vía nada sofisticada de la inversión en títulos de renta fija de corto plazo y el crédito bancario doméstico. Por su parte, las numerosas y variadas estrategias documentadas para sortear y evadir la regulación, todas ellas atajadas con razonable eficacia por las autoridades, no se parecerían en su grado de sofisticación financiera, que es muy variado -desde la falsificación de facturas de exportación hasta la participación en el mercado de derivados-, pero sí en el relevante papel que los bancos domésticos juegan en todas ellas, ya sea como participante activo -actuando como contraparte de los inversores extranjeros en los contratos cambiarios a plazo y buscando las correspondientes coberturas sintéticas- o como intermediario -canalizando el ahorro externo para financiar a supuestos exportadores que finalmente redirigen esos fondos hacia la inversión en títulos bursátiles.

Por su parte, en Perú los mercados financieros estarían relativamente poco desarrollados y ello no habría impedido que flujos de capital nada sofisticados, principalmente préstamos y depósitos bancarios, supusieran una amenaza potencial para la estabilidad financiera, sobre todo por el fenómeno de la dolarización. En cuanto al principal circuito que se ha identificado para sortear con éxito la regulación, de nuevo, la implicación de los bancos habría sido determinante al dinamizar notablemente un mercado no organizado de derivados antes inexistente. El éxito que

se atribuye a esta dinámica no parecería deberse a su sofisticación, que es ciertamente escasa, sino a la limitada voluntad política de la que derivan tanto la débil implicación del Gobierno y la SBS en la tarea de regulación como la inexistencia de una adecuada arquitectura de recogida de información financiera.

En cuanto al caso de Islandia, la cobertura total de sus medidas impide cualquier intento legal de sortearlas, con lo que no cabe discutir la influencia de la sofisticación de los mercados financieros o de los bancos domésticos respecto a esta cuestión. Pero el análisis del periodo previo a la crisis de 2008 sugiere el mismo diagnóstico que en los casos de Brasil y Perú. Los bancos domésticos serían los actores clave que habrían permitido la acumulación de enormes riesgos que conducirían finalmente a la quiebra de todo el sistema, y la forma en que lo habrían hecho no tiene nada de sofisticada, pues se habría basado en actividades relacionadas con la inversión en renta fija y variable o la concesión de créditos.

En ninguna de las tres experiencias analizadas habría sido lo sofisticado de los mercados financieros lo que habría permitido a los agentes tomar la delantera en el plano técnico a los reguladores allí donde tal fenómeno se ha producido, sino más bien habrían sido las autoridades, fruto probablemente de la escasa voluntad política en que se sustentaba su actuación, quienes no habrían sido capaces de influir lo suficiente sobre las actividades de los bancos, aun siendo éstas en muchos casos muy poco sofisticadas.

De la valoración anterior no debería deducirse que las innovaciones financieras no puedan ser un ingrediente relevante en dinámicas de acumulación de riesgos o facilitando que la regulación de flujos de capital se vea sorteada o incluso evadida. Esta es una cuestión que, de nuevo, deberá ser analizada en cada caso particular. Lo que se quiere sugerir a partir de la investigación realizada es que allí donde la innovación juegue un papel relevante en relación a una regulación ineficaz, será recomendable no dejar fuera del análisis el sustento político con el que cuentan la regulación y supervisión bancarias. La conjetura que se lanza es que dicho sustento será probablemente débil y que quizá sea ese el auténtico origen de los problemas, sin perjuicio de que la innovación financiera pueda estar presente como un factor relevante adicional. En ausencia de voluntad política que sustente una regulación y supervisión solventes, cualquier dinámica promovida por los bancos domésticos, por poco sofisticada que sea, será capaz de constituir una fuente de riesgos o de ser funcional para sortear la regulación en vigor, tal y como ejemplifican las experiencias de Islandia y Perú.

9.6. La relevancia de la correlación de fuerzas respecto a la regulación de flujos de capital

Sexta conclusión: la correlación de fuerzas económicas y sociales parece el determinante último de la voluntad política que debe sostener la regulación de los flujos de capital. Éste es un elemento explicativo de fondo muy importante para comprender por qué en algunos contextos se regula preventivamente la inversión mientras en otros se renuncia a dicha política, y también por qué la regulación alcanza en la práctica grados de eficacia muy distintos.

Esta sexta y última conclusión se deriva de un conjunto de intuiciones razonadas que parecen útiles para la comprensión de los resultados expuestos, pero que no constituyen evidencias analizadas con tanta profundidad como las que motivan las conclusiones anteriores. La razón es que se alude a ámbitos de la dinámica social que no pertenecen plenamente al objeto de estudio de este trabajo y en los que pesan tanto la economía como la sociología, la historia o la política, por lo que el detalle del análisis es mucho menor que el ofrecido respecto a los factores explicativos de carácter más inmediato que ya se han discutido anteriormente.

9.6.1. La relevancia genérica de la correlación de fuerzas

La regulación de flujos de capital como política pública persigue en principio objetivos relacionados con el interés general, como lograr que la inversión entrante realice una contribución positiva al desempeño de la economía. Ahora bien, en la medida en que trata de alterar los comportamientos de los agentes, tanto inversores externos como actores domésticos, puede producir efectos que supongan costes a corto plazo para algunos de ellos. Por este motivo, en cada caso se configurará un escenario diferenciado y cambiante con el tiempo en el que la regulación de flujos de capital tendrá tanto partidarios como detractores. Así, se conformará en cada momento histórico una determinada correlación de fuerzas sociales, económicas y, en consecuencia, también políticas tanto a favor como en contra de la utilidad y pertinencia de la regulación sobre la inversión.

Centrar la mirada en este conflicto interno supone dejar de visualizar a los países como actores monolíticos que actúan como una unidad frente a un fenómeno como es la inversión entrante, para reconocer más bien que los distintos sectores de cada sociedad tienen a buen seguro posiciones diversas -y cambiantes- respecto a esta cuestión, y que incluso las instituciones públicas de un determinado país mantendrán

posturas al respecto que no serán ni estables ni necesariamente consistentes entre sí.

La correlación de fuerzas interna ha sido destacada ampliamente por la literatura con un enfoque de economía política como un factor determinante para comprender la aplicación y el funcionamiento de la regulación de los flujos de capital en un contexto específico. La investigación realizada ha permitido refrendar este planteamiento, y lo que se pretende con esta última conclusión es resaltar algunos síntomas particulares que ponen de manifiesto cuál parece haber sido la correlación de fuerzas en cada uno de los contextos analizados, y como a partir de ella cabe inferir en cierta medida la voluntad política de las autoridades competentes, que explicaría la decisión de regular los flujos de capital y también hasta cierto punto, como ya se ha razonado en las conclusiones anteriores, la eficacia alcanzada con dicha política. En suma, la correlación de fuerzas alrededor de la regulación de los flujos de capital puede considerarse como un factor explicativo profundo tanto de la existencia de dicha política como de su eficacia.

9.6.2. La correlación de fuerzas en las experiencias analizadas

Este trabajo se centra en el debate existente en los países sometidos a estudio respecto a la inversión entrante y su regulación como un posible síntoma de la correlación de fuerzas alrededor de estas cuestiones. No solamente es interesante analizar si dicho debate está vivo en los ámbitos político, económico y académico, sino también qué tipo de consensos parecen existir, en caso de que los haya, en cuanto a la necesidad de la regulación o el papel que las distintas instituciones deben jugar en ella.

En Brasil la controversia política respecto a la regulación que afecta a la inversión es explícita e intensa, tanto sobre la pertinencia de este tipo de política como sobre su alcance y las herramientas con las que debería ponerse en práctica. El debate académico también es muy activo y tiene visibilidad social, pues la prensa se hace eco habitualmente de las opiniones de expertos favorables y contrarios a la regulación. Por último, existen sectores económicos que pueden ser en un momento dado favorables a la regulación, como es el caso de los sectores exportadores de manufacturas a partir de 2010. En definitiva, durante el periodo analizado Brasil es un país en el que la discusión respecto a la regulación de los flujos de capital está absolutamente viva en todos los ámbitos sin que se detecte ningún consenso mayoritario al respecto.

Un elemento a tener en cuenta para comprender la vigencia de este debate político y

académico en Brasil es la importancia que alcanza allí la cuestión cambiaria a lo largo de la década de los noventa, con abundantes crisis y periodos de inestabilidad asociados al sistema de tipo de cambio fijo vigente en aquella época. Adicionalmente, y desde el punto de vista político, la importancia tanto de los partidos que defienden una implicación activa del Gobierno en la ordenación de la economía -como el Partido de los Trabajadores en el poder desde 2003 y durante todo el periodo analizado- como de otras fuerzas que defienden planteamientos más cercanos a la desregulación y la liberalización económica constituyen un caldo de cultivo favorable al mantenimiento de una controversia activa.

El debate vivo, la ausencia de consensos mayoritarios y la fuerza social que tienen posiciones tanto a favor como en contra de la regulación sugieren que la correlación de fuerzas a favor y en contra de la pertinencia de la regulación de flujos de capital en Brasil está relativamente equilibrada, de forma que serían factores coyunturales más específicos los que parecerían capaces de decantar la pugna en uno u otro sentido. A partir de 2010 dichos factores se habrían combinado de una forma particular otorgando mayor fuerza relativa a la posición favorable a la regulación preventiva de flujos entrantes de capital, lo que habría hecho que surgiera una voluntad política bastante sólida y compartida entre las instituciones respecto a la necesidad de aplicar medidas en esta dirección.

Perú constituye una experiencia muy diferente a la brasileña. La regulación de la inversión entrante no es objeto de debate político, pues de hecho el Gobierno no parece sentirse preocupado por esta cuestión. Tampoco desde lo económico existe una demanda para plantear la pertinencia de la regulación, pues no hay ningún sector productivo potente dañado por la apreciación cambiaria a la que pueden contribuir los intensos flujos entrantes que pudiera demandar al Gobierno más atención a este ámbito. Por último, el análisis académico tampoco parece ocuparse de forma central de la cuestión de la regulación de flujos de capital, que queda por lo tanto completamente fuera de la agenda desde cualquier punto de vista.

La ausencia de debate explícito parece indicar que hay una suerte de diagnóstico dominante relativamente estable y que no es seriamente cuestionado. Dicho diagnóstico sería que los flujos de capital se consideran bienvenidos sin apenas matices, excepto porque debido a la dolarización de la economía pueden suponer dificultades concretas para la eficacia de la política monetaria o la acumulación de riesgos macroprudenciales. En consecuencia, el Banco Central puede plantear medidas correctoras que de hecho mitiguen estos flujos, y tales medidas son legítimas y aceptadas en la medida en que corresponden al ámbito “técnico” de la política

monetaria así como al terreno macroprudencial, aunque el liderazgo asumido por el Banco Central en esta segunda materia sea completamente informal.

El regulador bancario -la SBS- es el responsable directo de evitar la excesiva acumulación de riesgos microprudenciales en los bancos, cuestión que tiene que ver también centralmente con la entrada de inversión. Sin embargo, su implicación en la regulación de los flujos de capital es muy tenue y no parece existir debate sobre si esta institución debería implicarse en esta cuestión de forma más intensa a como lo ha hecho durante el periodo analizado. En el mismo sentido, también parece aceptarse sin debate alguno que el Gobierno se muestre completamente ausente en todo lo referente a los flujos entrantes de capital, ya sea en materia de identificación de riesgos, diseño de medidas, aplicación de políticas o su posterior seguimiento. El desentendimiento del Gobierno puede contextualizarse recordando que sus actuaciones, a diferencia de las del Banco Central, podrían entenderse como inevitablemente “políticas” en lugar de “técnicas”, y eso es algo que, según indican muchas de las personas entrevistadas, no forma parte de la imagen que Perú quiere ofrecer como país al exterior.

También parece formar parte del consenso mayoritariamente aceptado en Perú la exclusión de los impuestos como posible herramienta de regulación de flujos de capital. Se asocia a esta medida una fuerte carga peyorativa relacionada con los años ochenta y las turbulencias macroeconómicas, financieras y sociales que en esa década se vivieron. Los impuestos, en especial los aplicados sobre los no residentes, tampoco se corresponderían, al igual que en general cualquier acción del Gobierno que impactara claramente sobre la inversión entrante, con la imagen que el país quiere dar de sí mismo hacia el resto del mundo.

Las explicaciones de que exista este consenso aparentemente mayoritario respecto a la regulación de la inversión entrante son a buen seguro múltiples. La implicación del Banco Central en todo lo referente a flujos de capital y la aceptación social de este hecho se entienden por la experiencia previa de esta institución, su margen de maniobra garantizado constitucionalmente y la legitimidad social que se ha ganado como gestor eficaz de la política monetaria en contextos complicados.

En cuanto a por qué no parece esperarse una participación más activa de las otras instituciones en la gestión de la inversión entrante, especialmente del Gobierno, puede aludirse como primer factor a la experiencia histórica. Perú cuenta con una menor experiencia de crisis cambiarias que Brasil, y ello dificulta la existencia de una memoria compartida por amplias capas de la sociedad y de las instituciones respecto a los

problemas que puede generar la volatilidad de la inversión. Ello facilitaría que se aceptara como natural el hecho de que la preocupación por la inversión se quede confinada en el interior del Banco Central, la institución inevitablemente más en contacto con los problemas que día a día generan los flujos entrantes en una economía dolarizada.

Cabe aludir también a otros factores. Según algunas de las personas entrevistadas, el consenso visible en Perú alrededor de la regulación de flujos de capital se habría originado en la época de Alberto Fujimori, que en la misma medida en que resulta legitimado por la estabilización macroeconómica que experimenta el país durante sus mandatos provoca una pérdida de peso político, académico y social de todas aquellas opiniones divergentes que pudieran visualizar la inversión externa como una fuente potencial de problemas, y no únicamente de beneficios. En consecuencia, el contexto actual, heredero del Perú fuertemente transformado por Fujimori, se caracterizaría por una aceptación casi acrítica de las ventajas que ofrece la inversión externa, apuntalada gracias a la enorme capacidad de marcar la agenda política que parecen tener los influyentes sectores económicos domésticos bancario y extractivo, deseosos de no ver obstaculizado su contacto con los mercados financieros internacionales.

El consenso que parece existir en Perú respecto a la regulación de los flujos de capital sugiere una correlación de fuerzas bastante decantada hacia posiciones contrarias a esta política. La aparición a pesar de ello de un esquema de regulación preventiva se explicaría porque es parte también del consenso unánime la idea de que Perú es vulnerable financieramente por estar aún ampliamente dolarizado, lo que exige que una institución como el Banco Central tenga capacidad de regular, siempre con un enfoque técnico, a fin de que la política monetaria funcione al menos aceptablemente bien y los riesgos no alcancen dimensiones excesivas.

Islandia, al igual que Perú, representa entre 2003 y 2008 un ejemplo de debate inexistente respecto a la cuestión de los flujos de capital y su regulación. En este caso el consenso aceptado unánimemente no es tácito, como parece ser en Perú, sino explícito en el sentido de apoyar y alabar la libertad total de las transacciones con el exterior. El Gobierno, con participación de partidos tanto conservadores como socialdemócratas, y el Banco Central hacen de esta posición prácticamente la esencia de su proyecto de gestión política y económica, que no tiene contrapeso crítico alguno ni en el ámbito académico ni entre los sectores económicos, dominados quizá por el segmento bancario cuyo explosivo auge depende precisamente de esa apertura financiera sin apenas restricciones.

Tras el colapso bancario de 2008 la regulación férrea que instauran las instituciones islandesas es secundada con la misma unanimidad con la que hasta un mes antes se había defendido sin fisuras la ausencia absoluta de cualquier precaución. Claramente es la situación límite a la que se enfrenta Islandia tras la caída de sus bancos el factor que explica este cambio de actitud. Si la regulación preventiva parece interpretarse en Islandia entre 2003 y 2008 como una opción de política económica a la que no tiene coste renunciar, tras el colapso de 2008 la regulación reactiva (y curativa) se considera -acertadamente- como la única opción razonable para mitigar en cierta medida unos daños que de todas formas son inevitablemente muy elevados, tanto económica como socialmente.

El planteamiento hegemónico en Islandia entre 2003 y 2008 tendría su origen en el éxito del Partido de la Independencia, que a lo largo de los noventa va fortaleciendo su discurso en favor de la liberalización y desregulación económicas hasta convertirlo en un proyecto político concreto en la década de los dos mil. Este proyecto parece además ser asumido sin apenas críticas por la totalidad de fuerzas con representación parlamentaria y también por la sociedad en su conjunto, que hace de él prácticamente una seña de identidad nacional.

Así pues, en Islandia la correlación de fuerzas estaría tan decantada en contra de la regulación de flujos de capital como en Perú, o incluso más, pues en Islandia no se concedería el menor espacio para que una sola institución regulara al menos un ámbito concreto de los flujos entrantes, como ocurre con el Banco Central en Perú. Entre 2003 y 2008, Islandia no sería un caso de ausencia de voluntad política para regular preventivamente, sino más bien de presencia de una voluntad manifiesta y explícita para no regular ni siquiera la actividad financiera doméstica, actitud institucional al calor de la cual se produce el crecimiento de la burbuja financiera que conduce al colapso bancario de 2008.

Hay otro punto de vista interesante para interpretar todo lo expuesto. Si la correlación de fuerzas parece muy útil para explicar qué visión impera mayoritariamente en la sociedad respecto a la inversión y su regulación, es en buena medida porque dicha correlación de fuerzas contribuye a asentar una determinada opinión sobre si es deseable que los Gobiernos gocen de margen de maniobra o si, por el contrario, es preferible que dicho margen se vea restringido por la “disciplina” que impone la apertura a la inversión externa.

La valoración política predominante respecto al margen de maniobra de las autoridades, tal y como sugiere la revisión de literatura expuesta en la primera parte de

la Tesis, habría sido a lo largo de la historia el elemento clave para entender cuál era la recomendación “convencional” respecto a la regulación de los flujos de capital, tanto institucional como académicamente. Por más que la ciencia económica contribuyera también a conformar el consenso dominante, parece claro que el apoyo a la regulación habría estado siempre sustentado primordialmente en una defensa política del margen de maniobra de los Gobiernos, mientras que la desconfianza generalizada hacia esta política durante los noventa habría emanado principalmente de un juicio muy negativo respecto al uso que los Gobiernos hacían del margen de maniobra que obtenían regulando la inversión.

Las experiencias analizadas parecen ejemplificar perfectamente este mismo hecho. La regulación preventiva que se muestra más decidida es la brasileña, justo en el país donde la correlación de fuerzas se adivina como más equilibrada en términos relativos de las experiencias analizadas, y donde por lo tanto parece que el margen de maniobra para el Gobierno podría ser visto como un hecho positivo como mínimo por ciertos segmentos sociales con relevancia política.

En Perú el consenso tácito favorable a la liberalización se refleja, entre otros síntomas, en un marcado distanciamiento respecto a los Gobiernos anteriores al de Alberto Fujimori, a los que se atribuyen políticas discrecionales, arbitrarias y perjudiciales. No se pretende aquí entrar en este debate, sino simplemente destacar que un rasgo distintivo de las mencionadas políticas sería precisamente una presencia muy activa de las autoridades en la economía, por ejemplo en lo fiscal y lo financiero. Por lo tanto, parece claro que la posición predominante actual favorable a la liberalización se nutriría de dos elementos paralelos y muy relacionados: por una parte, una fuerte crítica del margen de maniobra de los Gobiernos, o al menos de cómo habría usado Perú su margen de maniobra durante los ochenta; por la otra, una defensa razonada de las ventajas que supone actualmente que dicho margen esté claramente constreñido por el comportamiento de la inversión internacional, que “disciplina” para bien a las autoridades.

Por último, Islandia es un ejemplo extremo de cómo el margen de maniobra del Gobierno es denostado explícitamente por las autoridades como parte de su proyecto liberalizador, al igual que cualquier presencia pública en la economía. Así, se promueve activamente el estrechamiento de dicho margen, lo que al mismo tiempo convierte en imposible que la inversión entrante pueda regularse de forma preventiva, pues ni siquiera el sector bancario es regulado con una mínima prudencia en cuanto a sus operaciones domésticas. Así se llega a la irresponsabilidad de permitir la acumulación de riesgos que da pie al estallido de la crisis de 2008.

9.6.3. Las dificultades políticas para regular preventivamente

Islandia es un ejemplo evidente de la diferente oposición que normalmente generarán las regulaciones reactivas y preventivas, un hecho que de nuevo puede entenderse solamente acudiendo al ámbito de la correlación de fuerzas alrededor de estas políticas. La aplicación de una regulación reactiva de flujos de capital tras un colapso financiero es normalmente una cuestión de supervivencia para el país que raramente despierta una importante oposición interna – sus principales detractores estarán normalmente fuera del país- porque su justificación, absolutamente tangible y evidente, está en el pasado inmediato y porque suele servir para paliar daños mejorando las perspectivas a corto y medio plazo de una gran mayoría de los agentes domésticos.

La regulación preventiva, en cambio, es por definición una opción más de política entre otras muchas. Su utilidad para dotar de margen de maniobra a los Gobiernos para aplicar su política económica es fuente de controversia por su conexión histórica con las políticas industriales activas de los Gobiernos que tratan, entre otras cosas, de mantener un tipo de cambio competitivo que facilite el desarrollo del sector exportador doméstico. La regulación preventiva de flujos entrantes a menudo se interpreta en este sentido como una herramienta que distorsiona un precio muy importante para la economía, como es el tipo de cambio, lo que supone a juicio de muchos una influencia excesiva y perjudicial del Gobierno en la economía.

La otra justificación de la regulación preventiva, evitar la acumulación de riesgos excesivos, es también objeto de fuerte discusión, ya que dichos riesgos no son directamente observables, al contrario de los quebrantos ya producidos -y por lo tanto claramente visibles- tras un colapso financiero y que justifican las regulaciones reactivas. Los beneficios que promete la regulación preventiva son en cierto modo intangibles -riesgos minimizados o posibles daños evitados- y en cualquier caso se proyectan hacia el medio o largo plazo. En cambio, los costes que implica la prevención son perfectamente tangibles en el corto plazo en forma de restricciones o desincentivos a ciertos comportamientos. Fruto de ello, actores claramente afectados por la regulación y muy relevantes en la economía como los bancos domésticos no perderán ocasión de aglutinar fuerzas en torno a la postura que se opone a la regulación.

Las dificultades para que una regulación preventiva influyente llegue a aplicarse serán especialmente importantes cuando más necesaria sea dicha política, es decir, durante un auge económico al que contribuye la inversión externa. Tal y como describe Minsky en su hipótesis de inestabilidad financiera, es en ese periodo de auge cuando la

valoración excesivamente positiva del futuro que hacen los agentes les lleva a tener balances cada vez más frágiles bajo la perspectiva de fáciles y rápidos beneficios. Es razonable pensar que sea precisamente en este momento cuando más férrea se muestre la oposición a la regulación preventiva de flujos entrantes de capitales, ya que pretende obstaculizar este proceso mitigando la contribución de la inversión externa al mismo.

Quizá el sustento más potente con el que pueden contar las posiciones favorables a la regulación preventiva de flujos de entrada de capital es la memoria de anteriores colapsos o turbulencias financieras. Brasil y Perú son buen ejemplo de ello, pues la regulación -bien es verdad que bastante tímida- que aplican sobre la inversión entrante entre 2007 y 2008 a buen seguro encuentra parte de su legitimación en el recuerdo de las inestabilidades de los años noventa, fuertemente conectadas con la volatilidad de la inversión extranjera. El colapso de Lehman Brothers sirve para refrescar notablemente esta memoria y ello parece contribuir a que el siguiente auge inversor a partir de 2010 sea afrontado con mayor decisión que el anterior.

En países como Brasil y Perú, según se deriva de la literatura que revisa otras experiencias históricas, la capacidad de la regulación preventiva de presentarse como una política necesaria podría ir decayendo a lo largo del tiempo, perdiendo poder de persuasión a medida que las turbulencias financieras pasadas se alejen en el tiempo y sus huellas sean cada vez menos visibles. Por lo tanto, paradójicamente esta política podría ser víctima de su propio éxito, perdiendo más capacidad de aglutinar apoyos sociales en la medida en que se mostrara eficaz durante periodos dilatados de tiempo.

Islandia a principios de los dos mil habría constituido un ejemplo extremo en este sentido, pues la memoria social respecto a problemas relacionados con la inversión extranjera, dado que la economía acababa de abrirse al exterior, habría sido completamente inexistente, lo que sin duda habría facilitado el crecimiento de la burbuja bancaria toda vez que no existía una experiencia compartida respecto a la importancia de la prevención.

9.6.4. Reflexión final: el debate político explícito como exigencia democrática

Como reflexión final de esta Tesis Doctoral, cabe apuntar que lo deseable desde un punto de vista democrático es que en el debate público alrededor de la inversión internacional y su regulación sean claramente visibles y explícitos las cuestiones políticas que, como se ha tratado de justificar en los epígrafes anteriores, son

tremendamente relevantes a la hora de determinar la posición de las autoridades en materia de regulación de los flujos de capital.

En este sentido, la economía no debiera utilizarse para revestir de un matiz pretendidamente técnico, y por lo tanto neutro y científico, argumentos respecto a la regulación de la inversión cuya raíz sea principalmente política. Ello solo introduce sesgos en el debate porque vela aspectos muy relevantes del mismo, fomentando opiniones poco o nada matizadas, tan seductoras como simplistas, que zanján cualquier controversia con alguna receta generalista de validez supuestamente universal pero muy poco útil en la práctica, pues apenas conecta con las oportunidades y desafíos que las economías afrontan realmente en relación con la inversión hacia y desde el exterior.

En este trabajo se defiende un debate más afinado y menos doctrinario como el más pertinente alrededor de los retos que comporta la inversión internacional y en qué medida la política pública que trata de regularla puede ser eficaz para los objetivos inmediatos que se propone. Parece necesario que el inherente componente político de este debate sea explícito y que la aportación de la economía a dicho debate consista en nutrir la discusión con elementos relevantes de reflexión a partir del análisis de la experiencia acumulada. De ahí se derivarán en muchas ocasiones conclusiones como las que ofrece esta Tesis, más bien cautelosas, sin pretensión de generalización, desplegadas a lo largo de una amplia escala de grises y siempre lejos de cualquier posición de trazo grueso, dado que la realidad sobre la que se aspira a incidir mediante la regulación de la inversión es tremendamente compleja y difícil de comprender. Esta parece la vía más apropiada para establecer una discusión social respecto a la regulación de los flujos de capital que, además de necesariamente política, sea también suficientemente informada y rica en matices, y por lo tanto útil a la sociedad y beneficiosa para su calidad democrática, ámbito en el que la presente investigación ha tratado de hacer su contribución.

9.7. Perspectivas para futuras investigaciones

El presente trabajo de investigación sugiere que el conjunto de experiencias históricas concretas parece la mejor fuente de sugerencias e intuiciones útiles para comprender el fenómeno de la inversión y su regulación. Por lo tanto, una primera sugerencia que se deriva de esta Tesis es la utilidad de adquirir un conocimiento más profundo de cuantas experiencias de regulación sea posible, una línea de investigación que por lo tanto permanecerá siempre abierta en la medida en que la política que se ha analizado

siga siendo utilizada por los distintos países.

En segundo lugar, parece interesante también elevar el punto de vista para analizar la regulación de flujos de capital en términos agregados. En la medida en que los riesgos y problemas que la inversión internacional puede contribuir a exacerbar afectan potencialmente a todos los países, cabría enfocar la regulación de la inversión desde un punto de vista global para analizar no solo de qué forma un país concreto puede intentar regular eficazmente los flujos que recibe sino también qué tipo de coordinación internacional debiera haber en esta materia, así como el rol que cabría atribuir en este sentido a las instituciones multilaterales. Este campo de reflexión es más especulativo, pues alude a cómo podría o debería ser el fenómeno de la inversión internacional, con una dimensión fuertemente propositiva en el medio y largo plazo, y no tanto a cómo afrontar dicho fenómeno tal y como se configura actualmente.

En tercer lugar, el análisis expuesto señala también la relevancia de otras cuestiones, conectadas solo parcialmente con la inversión entrante y su regulación pero sin duda muy interesantes como futuro objeto de estudio. Un ejemplo lo ofrecen los riesgos que se acumulan en las economías fruto de las decisiones económicas de los agentes, adoptadas en un contexto marcado inevitablemente por la incertidumbre respecto al futuro. La valoración de estos riesgos y la forma en que las sociedades tratan de afrontarlos constituyen cuestiones de gran interés desde un punto de vista tanto técnico o económico como sobre todo político.

Otro fenómeno interesante es el de los flujos de capital ilícitos, excluido por completo del objeto de estudio analizado en este trabajo pero cuya dimensión y relevancia es sin duda merecedora de atención. Algo parecido ocurre con los paraísos fiscales, una cuestión conectada con los flujos ilícitos pero también con muchas transacciones plenamente legales, y que en cualquier caso tiene un impacto enorme minando la capacidad fiscal de los Gobiernos.

Por último, parece también relevante centrar la mirada en la creciente desigualdad de la riqueza en el interior de la mayoría de los países a partir de los años ochenta, un fenómeno que podría estar relacionado con los flujos de capital, en la medida en que la inversión internacional parecería constituir una fuente de rentabilización del capital a la que acceden con mucha mayor facilidad quienes más riqueza poseen. En ese sentido, las facilidades legales y técnicas puestas a disposición de la circulación internacional de capitales, por una parte, y la regulación de flujos de capital tanto doméstica como internacional, por la otra, serían probablemente factores relevantes a analizar en cuanto a su relación con la desigualdad de la riqueza entre las personas.

ANEXO I. LITERATURA EMPÍRICA SOBRE LA EFICACIA DE LA REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

En este anexo se ofrece una revisión detallada de 114 trabajos empíricos que analizan la eficacia de la regulación de flujos de capital. Un total de 77 de estos trabajos analizan individualmente una o varias experiencias de regulación, ya sea a la entrada de flujos de capital (Japón en los años 70, Brasil, Chile, Colombia, Malasia y Tailandia en los noventa, y Brasil, Colombia, Corea del Sur, Croacia, Indonesia, Perú, Tailandia y Taiwán en los dos mil), a la salida de flujos de capital (Malasia tras la crisis que estalla en 1998 e Islandia después de su colapso bancario de 2008) o, por último, a las entradas y salidas de flujos de capital de forma simultánea (Italia entre los sesenta y noventa, China e India entre los noventa y los dos mil -estos tres casos como ejemplos de países en proceso de progresiva liberalización- y Argentina a principios de los dos mil, tras su crisis de deuda soberana). Se consideran también en la revisión 30 análisis de sección cruzada y siete revisiones de literatura.

El interés se centra en el diagnóstico que ofrecen los trabajos revisados respecto a la capacidad de la regulación de incidir en alguna de estas ocho magnitudes: volumen y composición de los flujos, nivel y volatilidad del tipo de cambio, margen de maniobra para la política monetaria, ingresos públicos, margen genérico de maniobra para la política macroeconómica y, por último, ritmo de apreciación de activos. A cada uno de estos efectos se dedica una tabla, en la que cada fila representa una experiencia histórica de regulación, excepto las dos últimas filas dedicadas a los análisis de sección cruzada y revisiones de literatura. La dos primeras columnas ofrece un listado de trabajos que detectan el efecto en cuestión, ya sea utilizando técnicas econométricas (primera columna) u otras técnicas (segunda columna). En las columnas tercera y cuarta se indica qué trabajos buscan el mencionado efecto sin encontrarlo, distinguiendo de nuevo entre los trabajos que utilizan técnicas econométricas (columna tercera) y los que no (columna cuarta).

A no ser que se especifique lo contrario, los efectos detectados son los que pretenden los reguladores, es decir, disminuir el volumen de flujos, alterar su composición de forma que pierdan peso los flujos de menor plazo de vencimiento, atenuar las dinámicas de alteración intensa del tipo de cambio, disminuir su volatilidad, ampliar el margen de maniobra para la política monetaria, proporcionar ingresos públicos (por ejemplo abaratando la financiación del déficit), ampliar el margen genérico para la política macroeconómica y, por último, atenuar el ritmo de apreciación de los activos

en el interior de la economía. Solamente tres de los 114 trabajos revisados -señalados en la correspondiente tabla- detectan un efecto de la regulación de sentido contrario al que se pretendía.

Tabla 1. Efecto: alteración del volumen de flujos de capital

Met.	Tipo reg	Exper.	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Entr.	Japón (70)			(Esaka y Takagi, 2012)	
		Brasil (90)	(Cardoso y Goldfajn, 1998)	(Reinhart y Smith, 1998)	(Carvalho y Garcia, 2008) (Costa da Silva y Resende, 2010)	(Ariyoshi et al., 2000)
		Chile (90)	(Chumacero et al., 1997) (Gallego et al., 2002)	(Ocampo y Palma, 2008) (Palma, 2000) (Reinhart y Smith, 1998)	(De Gregorio et al., 2000) (Laurens y Cardoso, 1998) (Soto, 1997) (Valdés-Prieto y Soto, 1998)	(Ariyoshi et al., 2000) (Cowan y De Gregorio, 2007) (Le Fort y Budnevich, 1996) (Nadal-De Simone y Sorsa, 1999) (Titelman y Vera, 2009)
		Colombia (90)		(Le Fort y Budnevich, 1996) (Ocampo y Palma, 2008)	(Cárdenas y Barrera, 1997)	(Ariyoshi et al., 2000) (Reinhart y Smith, 1998) (Titelman y Vera, 2009)
		Malasia (antes 1998)	(Goh, 2005)	(Ariyoshi et al., 2000) (Ocampo y Palma, 2008)		
		Tailandia (90)		(Ariyoshi et al., 2000)		
		Brasil (00)			(Baba y Kokenyne, 2012) (Baumann y Gallagher, 2012) (Habermeier et al., 2011) (Jinjarak et al., 2012) (Jinjarak et al., 2013)	(Prates, 2012)
		Colombia (00)	(Baba y Kokenyne, 2012) (Coelho y Gallagher, 2010) (Habermeier et al., 2011)		(Clements y Kamil, 2009) (Cárdenas, 2007) (Concha et al., 2011)	
		Corea del Sur (00)			(Baumann y Gallagher, 2013) X (Baba y Kokenyne, 2012) X (Habermeier et al., 2011)	
		Tailandia (00)	(Abhakorn y Tantisantiwong, 2012) (Baba y Kokenyne, 2012) (Coelho y Gallagher, 2010) (Jittrapanun y Prasartset, 2009)	(Thaicharoen y Ananchotikul, 2009)	(Habermeier et al., 2011)	
	Salida	Malasia (después 1998)	(Goh, 2005)	(Magud y Reinhart, 2006)		
Sección cruzada			(Ahmed y Zlate, 2013) (Forbes et al., 2015) (International Monetary Fund, 2012a)	(Bruno et al., 2015)	(Montiel y Reinhart, 1999)	(Reinhart y Smith, 1998)
Rev. literatura			(Ocampo, 2012a) (Ostry et al., 2010) (Ostry et al., 2012b)		(Habermeier et al., 2011)	

Tabla 2. Efecto: alteración de la composición de los flujos de capital

Met..	Tipo reg	Experiencia	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Entr.	Japón (70)			(Esaka y Takagi, 2012)	
		Brasil (90)	(Cardoso y Goldfajn, 1998)	(Reinhart y Smith, 1998)		(Ariyoshi et al., 2000)
		Chile (90)	(Chumacero et al., 1997) (De Gregorio et al., 2000) (Gallego et al., 2002) (Laurens y Cardoso, 1998) (Soto, 1997)	(Cordero y Montecino, 2010) (Nadal-De Simone y Sorsa, 1999) (Ocampo y Palma, 2008) (Palma, 2000) (Reinhart y Smith, 1998) (Stiglitz et al., 2006) (Titelman y Vera, 2009)		(Ariyoshi et al., 2000) (Cowan y De Gregorio, 2007)
		Colombia (90)	(Cárdenas y Barrera, 1997)	(Le Fort y Budnevich, 1996) (Titelman y Vera, 2009)		(Ariyoshi et al., 2000) (Ocampo y Palma, 2008) (Reinhart y Smith, 1998)
		Malasia (antes 1998)	(Goh, 2005)	(Ariyoshi et al., 2000)		(Ocampo y Palma, 2008)
		Tailandia (90)		(Ariyoshi et al., 2000)		
		Brasil (00)	(Baumann y Gallagher, 2012) (Forbes et al., 2011) (Fratzcher, 2014) (International Monetary Fund, 2013a)	(International Monetary Fund, 2011c) (International Monetary Fund, 2012d) (Pereira da Silva y Harris, 2012) (Prates, 2012)	(Baba y Kokenyne, 2012) (Habermeier et al., 2011)	
		Colombia (00)	(Baba y Kokenyne, 2012) (Clements y Kamil, 2009) (Habermeier et al., 2011)		(Coelho y Gallagher, 2010) (Concha et al., 2011)	
		Corea del Sur (00)		(International Monetary Fund, 2011c)	(Baumann y Gallagher, 2013) (Baba y Kokenyne, 2012) (Habermeier et al., 2011)	
		Croacia (00)		(Jankov y Banka, 2009)		
		Indonesia (00)		(International Monetary Fund, 2011c)		
		Perú (00)		(International Monetary Fund, 2011c)		
		Tailandia (00)	(Abhakorn y Tantisantiwong, 2012) (Habermeier et al., 2011) (Jittrapanun y Prasartset, 2009)		(Baba y Kokenyne, 2012) (Coelho y Gallagher, 2010)	
	Salida	Malasia (después 1998)	(Goh, 2005)			
	Entradas +salidas	India (90-00)	(Hutchison et al., 2010)	(Mohan y Kapur, 2009) (Sen Gupta, 2010) (Shah y Patnaik, 2007)		
Sección cruzada			(Ahmed y Zlate, 2013) (Campion y Neumann, 2004) (Carlson y Hernandez, 2002) (Montiel y Reinhart, 1999) (Ostry et al., 2011) (Ostry et al., 2012a)	(Reinhart y Smith, 1998)		
Rev. literatura			(Habermeier et al., 2011) (Magud y Reinhart, 2006) (Ocampo, 2012a) (Ostry et al., 2010) (Ostry et al., 2012b)			

Tabla 3. Efecto: alteración del nivel del tipo de cambio

Met.	Tipo reg	Exper.	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Entradas	Brasil (90)				(Ariyoshi et al., 2000)
		Chile (90)	(Soto, 1997)	(Le Fort y Budnevich, 1996)	(Ariyoshi et al., 2000) (De Gregorio et al., 2000) (Edwards, 1998) (Edwards, 1999) (Gallego et al., 2002) (Laurens y Cardoso, 1998) (Valdés-Prieto y Soto, 1998)	(Nadal-De Simone y Sorsa, 1999) (Titelman y Vera, 2009)
		Colombia (90)		(Le Fort y Budnevich, 1996)		(Ariyoshi et al., 2000) (Titelman y Vera, 2009)
		Malasia (antes 1998)		(Ariyoshi et al., 2000)	(Tamirisa, 2006)	
		Tailandia (90)				(Ariyoshi et al., 2000)
		Brasil (00)	(Baumann y Gallagher, 2012) (Roure et al., 2013)	(Carneiro y Rossi, 2012) (Gallagher, 2011b) (International Monetary Fund, 2012d) (Paula y Prates, 2013a)	(Baba y Kokenyne, 2012) (Chamon y Garcia, 2014)	
		Colombia (00)			(Clements y Kamil, 2009) (Baba y Kokenyne, 2012) (Baumann y Gallagher, 2013) (Coelho y Gallagher, 2010) (Concha et al., 2011) (Rincón y Toro, 2010)	(Gallagher, 2011b)
		Corea del Sur (00)	(Sen Gupta y Sengupta, 2014)			(Gallagher, 2011b)
		Indonesia (00)			(Sen Gupta y Sengupta, 2014)	
		Tailandia (00)		(Thaicharoen y Ananchotikul, 2009)	(Baba y Kokenyne, 2012) (Coelho y Gallagher, 2010) (Jittrapanun y Prasartset, 2009) (Sen Gupta y Sengupta, 2014)	
		Taiwán (00)		(Gallagher, 2011b)		
	Salida	Islandia (después 2008)		(International Monetary Fund, 2012c)		
	Entradas+ salidas	India (90-00)	(Hutchison et al., 2010) (Sen Gupta y Sengupta, 2014)	(Sen Gupta, 2010) (Mohan y Kapur, 2009)		
Sección cruzada			(Abarca et al., 2012) (Erten y Ocampo, 2013) (Forbes et al., 2015)		(Cardarelli et al., 2010) (Klein, 2012)	
Rev. literatura			(Magud y Reinhart, 2006) (Ocampo, 2012a) (Ostry et al., 2010) (Ostry et al., 2012b)		(Habermeier et al., 2011)	

Tabla 4. Efecto: alteración de la volatilidad del tipo de cambio

Met..	Tipo reg	Experiencia	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Entr.	Brasil (90)			(Edison y Reinhart, 2001) X	
		Chile (90)	(Edwards y Rigobon, 2009) (Laurens y Cardoso, 1998) (Soto, 1997)			
		Tailandia (90)			(Edison y Reinhart, 2001)	
		Brasil (00)	(Baumann y Gallagher, 2012)	(Carneiro y Rossi, 2012) (Holland, 2014) (Prates, 2012)		
		Colombia (00)			(Clements y Kamil, 2009) (*)	
		Corea del Sur (00)	(Baumann y Gallagher, 2013)			
		Perú (00)		(International Monetary Fund, 2011c)		
		Tailandia (00)	(Abhakorn y Tantisantiwong, 2012)			
	Salida	Malasia (después 1998)	(Edison y Reinhart, 2001)			
Sección cruzada			(Yepez Albornoz, 2012)		(Cardarelli et al., 2010) (Del Giudice Rodríguez y Wu, 2012) (Forbes et al., 2015) (Versteega y Straetmans, 2013) (**)	
Rev. literatura					(Habermeier et al., 2011)	

(*) La regulación produciría más volatilidad y no menos

(**) La regulación incrementaría la probabilidad de sufrir depreciaciones cambiarias intensas

Tabla 5. Efecto: mayor autonomía para la política monetaria

Met.	Tipo reg	Exper.	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Entr.	Brasil (90)			(Edison y Reinhart, 2001)	
		Chile (90)	(Cordero y Montecino, 2010) (David, 2008) (De Gregorio et al., 2000) (Edwards, 1999) (Soto, 1997)	(Nadal-De Simone y Sorsa, 1999) (Ocampo, 2002) (Stiglitz et al., 2006)	(Edwards, 1998) (Laurens y Cardoso, 1998)	(Titelman y Vera, 2009)
		Colombia (90)	(David, 2008)	(Ocampo, 2002)		(Titelman y Vera, 2009)
		Malasia (antes 1998)		(Ocampo, 2002)		
		Tailandia (90)			(Edison y Reinhart, 2001)	
		Brasil (00)	(Baumann y Gallagher, 2012) (Chamon y García, 2014) (Baba y Kokenyne, 2012) (Habermeier et al., 2011)	(Prates, 2012) (Gallagher, 2011b)		
		Colombia (00)	(Baba y Kokenyne, 2012) (Habermeier et al., 2011)		(Clements y Kamil, 2009) (Coelho y Gallagher, 2010)	
		Corea del Sur (00)		(Gallagher, 2011b)	(Baumann y Gallagher, 2013) (Baba y Kokenyne, 2012) (Habermeier et al., 2011)	
		Tailandia (00)			(Baba y Kokenyne, 2012) (Coelho y Gallagher, 2010) (Habermeier et al., 2011)	
		Taiwán (00)		(Gallagher, 2011b)		
	Salid.	Malasia (después 1998)	(Edison y Reinhart, 2001)	(Cordero y Montecino, 2010) (Magud y Reinhart, 2006) (Ocampo, 2002)		
	Entr. +sal.	China (90-00)	(Ma y McCauley, 2008)	(Otani et al., 2011)		
	Entr. +sal.	Argentina (00)	(Levy Yeyati et al., 2009)			
Sección cruzada			(Bayoumi y Saborowski, 2012) (Erten y Ocampo, 2013)	(Kaminsky y Schmukler, 2000) (Kawai y Lamberte, 2010)	(Forbes et al., 2015) (Fratzscher, 2012) (Nier et al., 2014) (Pasricha et al., 2015) (Straetmans et al., 2008) (*)	
Rev. literatura			(Dooley, 1995) (Habermeier et al., 2011) (Magud y Reinhart, 2006) (Ocampo, 2012a) (Ostry et al., 2012b)			

(*) La regulación de flujos de capital podría incluso reducir la autonomía de la política monetaria

Tabla 6. Efecto: ingresos públicos

Met.	Tipo reg	Experiencia	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Salida	Islandia (después 2008)		(Aguirre y Alonso, 2013) (Central Bank of Iceland, 2010a) (European Commission, 2012) (International Monetary Fund, 2012c)		
	Entradas+ salidas	Italia (60-90)		(Battilossi, 2003)		
Sección cruzada			(Giovannini y De Melo, 1993)			
Rev. literatura			(Dooley, 1995) (Eichengreen, 2001)			

Tabla 7. Efecto: ampliación genérica del margen de maniobra

Met.	Tipo reg	Experiencia	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Salida	Malasia (después 1998)	(Kaplan y Rodrik, 2002)	(Magud y Reinhart, 2006) (Palma, 2000)	(Johnson et al., 2006)	(Rojas-Suárez, 2002)
		Islandia (después 2008)		(Aguirre, 2014) (International Monetary Fund, 2015)		
	Entradas+salidas	China (90-00)		(Yongding, 2009)		
Sección cruzada				(Ariyoshi et al., 2000) (Binici et al., 2009) (Edwards, 1999) (Epstein et al., 2004) (Erten y Ocampo, 2013) (Edison y Warnock, 2003)		
Rev. literatura			(Battilossi, 2003) (Dooley, 1995) (Ocampo, 2012a)			

Tabla 8. Efecto: modificación del ritmo de apreciación de activos

Met.	Tipo reg	Experiencia	Efecto detectado		Efecto no detectado	
			Econometría	Otras técnicas.	Econometría	Otras técnicas
Casos	Entradas	Chile (90)		(Ocampo y Palma, 2008)		
		Colombia (90)		(Ocampo y Palma, 2008)		
		Malasia (antes 1998)		(Ocampo y Palma, 2008)		
		Brasil (00)	(Baumann y Gallagher, 2012)	(Gallagher, 2011b)		
		Colombia (00)	(Coelho y Gallagher, 2010)			
		Corea del Sur (00)	(Sen Gupta y Sengupta, 2014)	(Gallagher, 2011b)	(Baumann y Gallagher, 2013)	
		Indonesia (00)			(Sen Gupta y Sengupta, 2014)	
		Tailandia (00)	(Coelho y Gallagher, 2010)		(Sen Gupta y Sengupta, 2014)	
		Taiwán (00)		(Gallagher, 2011b)		
	Entradas+ salidas	India (90-00)	(Sen Gupta y Sengupta, 2014)			
Sección cruzada					(Forbes et al., 2015)	

ANEXO II. INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

Este anexo ofrece información detallada sobre los datos estadísticos utilizados en los cuadros y gráficos de los estudios de caso de Brasil, Perú e Islandia así como en el análisis econométrico de las regulaciones peruana y brasileña. Para cada uno de estos capítulos, se alude en primer lugar a los cuadros estadísticos numerados. Posteriormente se detalla por orden alfabético la información utilizada para elaborar los gráficos del capítulo.

Estudio de caso: Brasil

Tabla 5.1. Brasil (1962-2013): indicadores macroeconómicos

- **PIB real** (% de crecimiento promedio anual): datos anuales tomados del Banco Mundial (World Bank, n.d.). Cálculos propios: tasa promedio de crecimiento anual durante cada uno de los periodos considerados. En el periodo t0-tf la tasa promedio de crecimiento anual se calcula como $100 * [(PIB(tf)/PIB(t0))^{1/(tf-t0)} - 1]$.
- **Cuenta financiera neta** (flujo promedio anual en % PIB): datos anuales de la Balanza de Pagos en millones de USD del Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.). Datos anuales del PIB nominal en millones de USD del Banco Central de Brasil. Cálculos propios: cuenta financiera neta anual como porcentaje del PIB; promedio de datos anuales dentro de cada uno de los periodos considerados.
- **Índice General de Precios** (% crecimiento promedio anual): datos mensuales del “Índice geral de preços-disponibilidade interna” (IGP-DI) en % variación mensual del Banco Central de Brasil. Cálculos propios: se calcula el índice de precios IGP-DI en datos mensuales a partir de las variaciones mensuales que proporciona el Banco Central; se toma como valor anual del índice el valor correspondiente al mes de enero y se calcula la tasa promedio de crecimiento anual del índice de precios durante cada uno de los periodos considerados. En el periodo t0-tf la tasa promedio de crecimiento anual se calcula como $100 * [(IGP(tf)/IGP(t0))^{1/(tf-t0)} - 1]$.

Tabla 5.2. Brasil (2006-2013): Flujos brutos de entrada mensuales (% PIB anual)

- **Flujos brutos de entrada de capital** (millones de USD): datos mensuales de la Balanza de Pagos del Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.).
- **PIB corriente**: datos anuales en millones de USD del Banco Central de Brasil.
- **Cálculos propios**: flujos brutos de entrada mensuales como % del PIB anual; promedios, desviaciones típicas y coeficiente de variación (promedio dividido por la desviación típica) de los datos mensuales entre enero de 2006 y diciembre de 2013; para calcular el valor promedio de los flujos en valor absoluto se calcula el valor absoluto de todos los flujos mensuales y después se promedian los datos entre enero de 2006 y diciembre de 2013.

Gráficos: información relevante

Bovespa (dato mensual, índice): Índice bursátil de la Bolsa de São Paulo obtenido en datos diarios del Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.). Se selecciona el primer dato diario disponible de cada mes.

Crédito: incremento en el saldo de la cartera de crédito en los últimos doce meses (dato mensual en % PIB):

- Saldo de la cartera de crédito: dato mensual en millones de BRL obtenido del Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.). Disponible solamente desde marzo de 2007.
- PIB acumulado en los últimos doce meses: dato mensual en millones de BRL obtenido del Banco Central de Brasil.
- Cálculos propios: dato mensual del crecimiento interanual de la cartera de crédito en millones de BRL (desde marzo de 2008); dato mensual del crecimiento interanual de la cartera de crédito como % del PIB acumulado en los últimos doce meses (desde marzo de 2008).

Diferencial de tipos de interés real (dato mensual en % anualizado):

- Tipo de interés nominal de las letras del Tesoro de Brasil: datos mensuales de “Interest Rates, Government Securities,

<p>Treasury Bills” en % anual obtenidos del International Monetary Fund (n.d.).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tipo LIBOR-USD a 3 meses nominal: datos diarios en % anualizado obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Se selecciona como dato mensual el primer dato diario disponible de cada mes. • Diferencial de tipos de interés nominal (dato mensual): tipo de interés nominal de las letras del Tesoro de Brasil menos tipo de interés LIBOR-USD a 3 meses nominal. • Inflación interanual en Brasil: datos mensuales del Índice General de Precios del Mercado (IGP-M) en % variación mensual del Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.). A partir de la variación mensual del IGP-M se calcula el dato mensual del índice IGP-M, que a su vez permite calcular el dato mensual de la variación interanual del índice IGP-M. • Inflación trimestral en Estados Unidos: datos mensuales del <i>Consumer Price Index</i> obtenidos del Bureau of Labor Statistics (Bureau of Labor Statistics, n.d.). A partir del número índice en datos mensuales, se calcula el dato mensual de la variación del CPI en % durante el trimestre pasado. • Tipo de interés real en Brasil: dato mensual del tipo nominal de las letras del Tesoro menos dato mensual de la variación interanual del índice de precios IGP-M en Brasil. • Tipo de interés LIBOR a 3 meses real: el tipo LIBOR nominal a 3 meses está anualizado pero el periodo de aplicación es un trimestre. La corrección por la inflación a esta rentabilidad anualizada (en dato mensual) consiste en restar cuatro veces la inflación en el trimestre pasado, medida por la variación en un trimestre del Índice de Precios CPI en Estados Unidos (en dato mensual). • Diferencial de tipos de interés real (dato mensual): tipo de interés real en Brasil menos tipo de interés LIBOR a 3 meses real.
<p>EMBI Global (dato mensual en puntos básicos): Datos del “<i>Emerging Markets Bonds Index</i>”, calculado por JP Morgan; se toman datos mensuales del Banco Central de Chile que son promedios en puntos básicos a lo largo de cada mes (Banco Central de Chile, n.d.).</p>
<p>Flujos brutos de entrada de capitales (datos mensuales en % del PIB anual promediados a lo largo de cuatro meses:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Datos mensuales de la Balanza de Pagos en millones de USD del Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.). • PIB corriente: datos anuales en millones de USD del Banco Central de Brasil. • Cálculos propios: flujos brutos de entrada mensuales como % del PIB anual; los datos representados corresponden a promedios móviles de cuatro meses, siendo el dato asignado a cada mes el promedio de los flujos brutos mensuales de ese mes y los tres meses anteriores.
<p>Tipo de cambio nominal (dato diario o mensual en BRL/USD): Datos mensuales y diarios obtenidos del Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.).</p>
<p>VIX (dato diario o mensual, índice):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Datos diarios del “CBOE Volatility Index” del Chicago Board Options Exchange (Chicago Board Options Exchange, n.d.). Cuando se utiliza este indicador con periodicidad mensual, se selecciona como dato mensual el primer dato diario disponible de cada mes. Cuando se utiliza en datos diarios junto con el tipo de cambio, se eliminan algunos datos diarios para evitar discrepancias con los datos diarios del tipo de cambio nominal BRL/USD.

Estudio de caso: Perú

Tabla 6.1. Perú (1960-2013): indicadores macroeconómicos

<ul style="list-style-type: none"> • PIB real (% crecimiento promedio anual): datos anuales tomados del Banco Mundial (World Bank, n.d.). Cálculos propios: tasa promedio de crecimiento anual durante cada uno de los periodos considerados. En el periodo t0-tf la tasa promedio de crecimiento anual se calcula como $100 * [(PIB(tf)/PIB(t0))^{1/(tf-t0)} - 1]$. • Cuenta financiera neta (flujo promedio anual en % PIB): datos anuales tomados del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Cálculos propios: promedio de datos anuales dentro de cada uno de los periodos considerados. • Índice de Precios de Consumo (% crecimiento promedio anual): datos anuales del Índice de Precios de Consumo (2010=100) tomados del Banco Mundial. Cálculos propios: tasa promedio de crecimiento anual del índice de precios durante cada uno de los periodos considerados. En el periodo t0-tf la tasa promedio de crecimiento anual se calcula
--

como $100 * [(IPC(tf)/IPC(t0))^{1/(tf-t0)} - 1]$.

Tabla 6.2. Perú (2007-2013): Flujos brutos de entrada trimestrales (% PIB anual)

- **Flujos brutos de entrada de capital** (millones de USD): datos trimestrales de la Balanza de Pagos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.).
- **PIB corriente**: datos anuales en millones de USD del Banco Central de Reserva del Perú.
- **Cálculos propios**: flujos brutos de entrada trimestrales como % del PIB anual; promedios, desviaciones típicas y coeficiente de variación (promedio dividido por la desviación típica) de los datos trimestrales entre 2007Q1 y 2013Q4; para calcular el valor promedio de los flujos en valor absoluto se calcula el valor absoluto de todos los flujos trimestrales y después se promedian los datos entre 2007Q1 y 2013Q4.

Gráficos: información relevante

Crédito bancario al sector privado (dato trimestral, % variación en 12 meses): datos mensuales del Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario tanto en PEN como en USD (expresado en moneda nacional) en % de variación en los últimos doce meses, obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Se selecciona como dato trimestral el dato del primer mes del trimestre.

Crédito total del sistema financiero al sector privado (dato trimestral, % de crédito en USD sobre el crédito total):

- Datos mensuales del crédito total del sistema financiero al sector privado en millones de PEN y del crédito del sistema financiero al sector privado en moneda extranjera (expresado en millones de PEN) obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.).
- Cálculos propios: dato mensual del porcentaje del crédito en moneda extranjera sobre el crédito total del sistema financiero al sector privado. Se selecciona como dato trimestral el dato del primer mes del trimestre.

Diferencial de tipos de interés real PEN-LIBOR (dato trimestral en % anualizado):

- Tipo de interés nominal en Perú: datos mensuales de la "Tasa interbancaria en moneda nacional" en % anual obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Se selecciona como dato trimestral el dato del primer mes del trimestre.
- Tipo LIBOR a 3 meses nominal: datos diarios en % anualizado obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú. Se selecciona como dato trimestral el primer dato diario disponible de cada trimestre.
- Inflación interanual en Perú: datos mensuales del IPC Lima en % variación interanual del Banco Central de Reserva del Perú. Se selecciona como dato trimestral el dato correspondiente al primer mes de cada trimestre.
- Inflación trimestral en Estados Unidos: datos mensuales del *Consumer Price Index* obtenidos del Bureau of Labor Statistics (Bureau of Labor Statistics, n.d.). A partir del número índice en datos mensuales, se calcula el dato mensual de la variación del CPI en % durante el trimestre pasado. El dato de inflación asociado a cada trimestre es la inflación durante el trimestre pasado para el primer mes de cada trimestre.
- Tipo de interés real en Perú: dato trimestral de la tasa interbancaria en moneda nacional menos dato trimestral de la variación interanual del índice IPC Lima.
- Tipo de interés LIBOR a 3 meses real: el tipo LIBOR nominal a 3 meses está anualizado pero el periodo de aplicación es un trimestre. La corrección por la inflación a esta rentabilidad anualizada (en dato trimestral) consiste en restar cuatro veces la inflación en el trimestre pasado, medida por la variación en un trimestre del Índice de Precios CPI en Estados Unidos (en dato trimestral).
- Diferencial de tipos de interés real: tipo de interés real en Perú (dato trimestral) menos tipo de interés LIBOR a 3 meses real (dato trimestral).

EMBI Global (dato trimestral en puntos básicos): datos del "*Emerging Markets Bonds Index*", calculado por JP Morgan; se toman datos diarios del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.); se toma como dato trimestral el primer dato diario disponible para cada trimestre.

Flujos brutos de entrada de capitales (datos trimestrales en % del PIB anual promediados a lo largo de cuatro trimestres):

- Datos trimestrales de la Balanza de Pagos en millones de USD del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). El Banco Central, en la Balanza de Pagos, desagrega la cuenta financiera en cinco partidas principales: inversión extranjera directa, inversión de cartera privada, préstamos de largo plazo al sector privado, flujos de largo plazo al sector público y flujos de corto plazo (públicos y privados).
 - En el gráfico 1 la categoría de "otros flujos" surge de agregar las partidas de préstamos de largo plazo al sector privado, flujos de largo plazo al sector público y flujos de corto plazo.
 - En los gráficos 5 y 6 la categoría de "flujo total no-IED" surge de agregar todas las partidas de la cuenta financiera distintas de IED

<ul style="list-style-type: none"> En el gráfico 8 se aproximan los flujos totales que llegan a los bancos peruanos desde el exterior como la suma de los préstamos de largo plazo al sector privado más la subpartida de flujos bancarios dentro de los flujos de corto plazo. Dada la debilidad del mercado de títulos y la tradición entre las empresas de lograr financiación a través de los bancos domésticos, la mayor parte de los flujos en forma de préstamos de largo plazo al sector privado llegan a los bancos y los bancos no obtienen prácticamente financiación del exterior por la vía de la inversión de cartera, con lo que la aproximación es razonable. PIB corriente: datos anuales en millones de USD del Banco Central de Reserva del Perú. Cálculos propios: flujos brutos de entrada trimestrales como % del PIB anual; los datos representados corresponden a promedios móviles de cuatro trimestres, siendo el dato asignado a cada trimestre el promedio de los flujos brutos trimestrales de ese trimestre y los tres trimestres anteriores.
<p>Requerimiento de reservas bancarias o encaje (dato trimestral para todo el sector bancario como % del total de obligaciones del sector sujetas a encaje):</p> <ul style="list-style-type: none"> Encaje medio exigible: datos mensuales del promedio de encaje diario mínimo que está obligado a mantener todo el sector bancario como % del total de sus obligaciones sujetas a encaje, obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Se toma como dato trimestral el dato correspondiente al primer mes de cada trimestre.
<p>Tipo de cambio (PEN/USD)</p> <ul style="list-style-type: none"> Nivel (dato trimestral en PEN/USD): datos diarios del tipo de cambio interbancario (venta) en PEN/USD obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Se selecciona como dato trimestral el primer dato diario disponible del trimestre. Volatilidad (dato diario): datos diarios del tipo de cambio interbancario (venta) en PEN/USD obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Cálculos propios: se calcula en primer lugar la apreciación diaria del tipo de cambio en %; después, para cada día se calcula la desviación estándar del dato de apreciación de ese día junto con los 29 días anteriores; se representa en el gráfico 7 el dato diario del coeficiente de variación de la apreciación del tipo de cambio, calculado como el cociente entre la desviación estándar de la apreciación diaria en los últimos 30 días entre la apreciación diaria del día en cuestión.
<p>VIX (dato trimestral, índice): datos diarios del "CBOE Volatility Index" del Chicago Board Options Exchange (Chicago Board Options Exchange, n.d.). Se selecciona como dato trimestral el primer dato diario disponible de cada trimestre.</p>

Estudio de caso: Islandia

<p>Tabla 7.1. Islandia (1961-2013): indicadores macroeconómicos</p> <ul style="list-style-type: none"> PIB real (% de crecimiento promedio anual): datos anuales tomados del Banco Mundial (World Bank, n.d.). Cálculos propios: tasa promedio de crecimiento anual durante cada uno de los periodos considerados. En el periodo t0-tf la tasa promedio de crecimiento anual se calcula como $100 * [(PIB(tf)/PIB(t0))^{1/(tf-t0)} - 1]$. Cuenta financiera neta (flujo promedio anual en % del PIB): datos anuales de la Balanza de Pagos en millones de ISK de Eurostat (European Commission, 2015). Datos anuales del PIB en millones de ISK corrientes de Statistics Iceland (Statistics Iceland, n.d.). Cálculos propios: cuenta financiera neta anual como % del PIB; promedio de datos anuales dentro de cada uno de los periodos considerados. Índice de Precios de Consumo (% crecimiento promedio anual): datos anuales del valor promedio del IPC de Statistics Iceland. Cálculos propios: tasa promedio de crecimiento anual del índice de precios durante cada uno de los periodos considerados. En el periodo t0-tf la tasa promedio de crecimiento anual se calcula como $100 * [(IPC(tf)/IPC(t0))^{1/(tf-t0)} - 1]$.
<p>Tabla 7.2. Islandia (2003-2013): Flujos brutos de entrada trimestrales (promedio de cada periodo en % del PIB anual)</p> <ul style="list-style-type: none"> Flujos brutos de entrada de capital (millones de ISK): datos trimestrales de la Balanza de Pagos del Banco Central de Islandia (Central Bank of Iceland, n.d.). PIB corriente: datos anuales en millones de ISK de Statistics Iceland (Statistics Iceland, n.d.). Cálculos propios: flujos brutos de entrada trimestrales como % del PIB anual; promedios, desviaciones típicas y coeficiente de variación (promedio dividido por la desviación típica) de los datos trimestrales en cada uno de los dos periodos considerados: 2003Q1-2008Q4 y 2009Q1-2013Q4.

Gráficos: información relevante
<p>Flujos de capital (gráficos 1 y 2):</p> <ul style="list-style-type: none"> Flujos brutos de entrada, brutos de salida y netos: datos trimestrales de la Balanza de Pagos en millones de ISK del Banco Central de Islandia (Central Bank of Iceland, n.d.). PIB corriente: datos anuales en millones de ISK de Statistics Iceland (Statistics Iceland, n.d.). Cálculos propios: flujos trimestrales como % del PIB anual; los datos representados corresponden a promedios móviles de cuatro trimestres, siendo el dato asignado a cada trimestre el promedio de los flujos trimestrales de ese trimestre y los tres trimestres anteriores.
<p>Deuda pública: rentabilidades de bonos y letras del Tesoro en el mercado primario (gráfico 3)</p> <ul style="list-style-type: none"> Datos de rentabilidades en las adjudicaciones de las subastas de deuda pública: a partir de los informes mensuales <i>Market Information</i> que publica Government Debt Management (Government debt management, n.d.). Se consideran todas las subastas desde el 1 de enero de 2008 hasta el 12 de abril de 2012 donde se adjudican letras con vencimiento a tres meses y bonos con vencimiento a un año, a diez años y a once años. Cálculos propios: para calcular la rentabilidad de la deuda con un determinado plazo de vencimiento en un determinado año se han tomado en consideración todas las subastas a lo largo de ese año en que se emiten títulos con vencimiento similar a partir de la fecha de emisión. Se calcula entonces una rentabilidad promedio como la suma ponderada de las rentabilidades para ese tipo de títulos en cada una de las subastas, siendo el factor de ponderación el peso relativo del volumen nominal de ese tipo de títulos adjudicado en esa subasta sobre el total de títulos similares adjudicados en todas las subastas del año considerado. Para obtener una serie representativa del coste de financiación a largo plazo se han combinado en una sola serie los datos para bonos con vencimiento a 10 años (2009 y 2012) con los disponibles para bonos con vencimiento a 11 años (2008 y 2011).

Análisis econométrico de la eficacia de la regulación de flujos de capitales en Brasil y Perú

Gráficos: información relevante
<p>Flujos brutos de entrada de capitales de Perú (datos trimestrales en % del PIB anual promediados a lo largo de cuatro trimestres)</p> <ul style="list-style-type: none"> Flujos brutos de entrada de capital (millones de USD): datos trimestrales de la Balanza de Pagos del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). El Banco Central, en la Balanza de Pagos, desagrega la cuenta financiera en cinco partidas principales: inversión extranjera directa, inversión de cartera privada, préstamos de largo plazo al sector privado, flujos de largo plazo al sector público y flujos de corto plazo (públicos y privados). <ul style="list-style-type: none"> Categoría “y_noied”: corresponde al total de flujos brutos de entrada distintos a la inversión extranjera directa, es decir, inversión de cartera privada, préstamos de largo plazo al sector privado, flujos de largo plazo al sector público y flujos de corto plazo (públicos y privados) (gráfico 6). Categoría “y_otr”: corresponde al total de flujos que no son IED ni inversión de cartera privada, es decir, los préstamos de largo plazo al sector privado, los flujos de largo plazo al sector público y los flujos de corto plazo (gráficos 1 y 6). Categoría “y_otr_lp”: surge de agregar las categorías de balanza de pagos de préstamos de largo plazo al sector privado y flujos de largo plazo al sector público (gráfico 1). Categoría “y_otr_cp”: corresponde a la partida de balanza de pagos de capitales de corto plazo, que incluye los flujos de corto plazo hacia los bancos comerciales, hacia el Banco Central de Reserva del Perú, hacia el Banco de la Nación, hacia las empresas financieras no bancarias y hacia las empresas no financieras (gráficos 1 y 4). Categoría “y_otr_cp_banc”: corresponde a la categoría de balanza de pagos de capitales de corto plazo hacia los bancos comerciales de Perú (gráficos 3 y 4). Categoría “y_otr_cp_bc”: corresponde a la categoría de balanza de pagos de capitales de corto plazo hacia el Banco Central de Reserva del Perú (gráficos 2 y 4). PIB corriente: datos anuales en millones de USD del Banco Central de Reserva del Perú. Cálculos propios: flujos brutos de entrada trimestrales como % del PIB anual.

ANEXO III. MEDIDAS DE REGULACIÓN DE FLUJOS DE CAPITAL CONSIDERADAS EN EL ANÁLISIS

Estudio de caso: Brasil

La relación de medidas que se expone se ha elaborado a partir del análisis de la legislación del Ministerio de Economía (Decretos disponibles en <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislação/LegisAssunto/lof.htm>) y de las Circulares del Banco Central y Resoluciones del Consejo Monetario Nacional (disponibles en <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/novaBusca/buscaNormativo.asp>). La fecha que se indica para cada medida es la de entrada en vigor, que en ocasiones puede diferir de la fecha de su publicación.

Brasil: regulación directa (enero de 2006-diciembre de 2013)		
Ministerio de Economía	Inversión Extranjera Directa (IOF sobre el inversor extranjero)	- Ene 2008: IOF 0,38% sobre compra de moneda para inversión extranjera directa (Decreto n° 6.339, de 3 de enero de 2008)
	Inversión de cartera (IOF sobre el inversor extranjero)	- Mar 2008: IOF 1,5% sobre compra de moneda para renta fija de cualquier plazo y participaciones en fondos de inversión (Decreto n° 6.391, de 12 de marzo de 2008) - Oct 2008: IOF 0% sobre compra de moneda para renta fija de cualquier plazo y participaciones en fondos de inversión (Decreto n° 6.613, de 22 de octubre de 2008) - Oct 2009: IOF 2% sobre compra de moneda para renta fija de cualquier plazo, participaciones en fondos de inversión y renta variable (Decreto n° 6.983, de 19 de octubre de 2009 y Decreto n° 6984, de 20 de octubre de 2009) - Nov 2009: IOF 1,5% sobre la cesión de títulos con el propósito de emitir después sobre ellos ADR en el exterior (Decreto 7011 de 18 de noviembre 2009) - Oct 2010: IOF 4% y posteriormente IOF 6% sobre compra de moneda para renta fija de cualquier plazo y participación en fondos de inversión (Decreto n° 7.323, de 4 de octubre de 2010 y Decreto 7330 de 18 de octubre de 2010) - Ene 2011: IOF 2% para compra de moneda para participación en fondos de inversión, para cambio de régimen inversor de IED a cartera en renta variable y para compra de moneda para cancelación de ADR y adquisición del título subyacente (Decreto 7412 de 30 de diciembre de 2010) - Dic 2011: IOF 0% sobre compra de moneda para renta fija asociada a proyectos de inversión de largo plazo, participación en fondos de inversión, renta variable y cancelación de ADR (Decreto 7632 de 1 de diciembre de 2011) - Jun 2013: IOF 0% sobre compra de moneda para renta fija de cualquier plazo (Decreto 8023 de 4 junio de 2013) - Dic 2013: IOF 0% para cesión de títulos con el propósito de emitir después sobre ellos ADR en el exterior (Decreto n° 8.165 de 23 de diciembre de 2013)
	Préstamos en divisas y deuda emitida en el exterior (IOF sobre actores domésticos)	- Ene 2008: IOF 5,38% para la venta de divisas que actores domésticos hayan obtenido de préstamos o emisión de títulos de deuda en el exterior con vencimiento menor o igual a 90 días (Decreto n° 6.339, de 3 de enero de 2008) - Mar 2011: IOF 6% para venta de divisas que actores domésticos hayan obtenido de préstamos o emisión de títulos de deuda en el exterior con vencimiento menor o igual a 360 días (Decreto 7456 de 28 marzo 2011) - Abr 2011: IOF 6% para venta de divisas que actores domésticos hayan obtenido de préstamos o emisión de títulos de deuda en el exterior con vencimiento menor o igual a 720 días (Decreto 7457 de 6 abril 2011) - Mar 2012: IOF 6% para venta de divisas que actores domésticos hayan obtenido de préstamos o emisión de títulos de deuda en el exterior con vencimiento menor o igual a 3 años y posteriormente 1800 días (Decreto 7683 de 29 febrero 2012 y Decreto 7698 de 9 de marzo de 2012) - Jun 2012: IOF 6% para venta de divisas que actores domésticos hayan obtenido de préstamos o emisión de títulos de deuda en el exterior con vencimiento menor o igual a 720 días (Decreto 7751 de 13 de junio de 2012) - Dic 2012: IOF 6% para venta de divisas que actores domésticos hayan obtenido de préstamos o emisión de títulos de deuda en el exterior con vencimiento menor o igual a 360 días (Decreto 7853 de 4 diciembre de 2012)
	Mercado de futuros (IOF sobre los contratos)	- Mar 2008: IOF 0,38% sobre compra de moneda para constitución de márgenes de garantía (inv extranjero) (Decreto n° 6.391, de 12 de marzo de 2008) - Oct 2010: IOF 6% sobre compra de moneda para constitución de márgenes de garantía (inv extranjero) (Decreto 7330 de 18 de octubre de 2010) - Jul 2011: se modifica la definición del IOF para que pueda afectar al notional pactado en los contratos de derivados y se otorgan poderes al Consejo Monetario Nacional para establecer regulación adicional respecto a estos contratos (Medida Provisional n° 539, de 26 de julio de 2011) - Jul 2011: IOF 1% sobre el notional pactado en los futuros BRL/USD (inversor extranjero y doméstico) (Decreto 7536 de 26 de julio de 2011) - Mar 2012: IOF 0% sobre el notional pactado en los futuros BRL/USD si es derivado de cobertura para exportador brasileño, hasta 1,2 veces las exportaciones del año anterior (inversor extranjero y doméstico) (Decreto 7699 de 15 de marzo de 2012) - Ene 2012: la legislación provisional de julio de 2011 se convierte en Ley formalmente (Ley n° 12.543 de 8 de diciembre de 2011) - Jun 2013: IOF 0% sobre compra de moneda para constitución de márgenes de garantía (inv extranjero) (Decreto 8023 de 4 de junio de 2013) - Jul 2013: IOF 0% sobre el notional pactado en los futuros BRL/USD sea cual sea el propósito del contrato (inversor extranjero y doméstico) (Decreto n° 8.027, de 12 de junio de 2013)

Anexo III. Medidas de regulación de flujos de capital consideradas en el análisis

Banco Central	Anticipos de divisas a los exportadores (restricciones sobre actores domésticos)	<ul style="list-style-type: none"> - Mar 2012: se prohíben los anticipos a más de 360 días y el anticipo solo puede provenir del importador (Circular 3580 de 1 de marzo de 2012) - Jun 2012: se prohíben los anticipos a más de 360 días y cualquier actor extranjero puede proporcionar el anticipo (Circular 3604 de 28 de junio de 2012) - Dic 2012: se prohíben los anticipos a más de 1800 días y cualquier actor extranjero puede proporcionar el anticipo (Circular 3617 de 4 diciembre de 2012)
Consejo Monetario Nacional	Medidas administrativas complementarias sobre los mercados financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Oct 2010: se exige salir y volver a entrar (virtualmente) para cambiar el destino de fondos ya invertidos en el país (Resolución 3912 de 7 de octubre de 2010) - Oct 2010: se prohíbe la cesión, alquiler o préstamo de títulos a inversores extranjeros para ser usados como garantía en el mercado de futuros (Resolución 3914 y 3915 de 20 octubre de 2010)
Brasil: regulación indirecta (enero de 2006-diciembre de 2013)		
Ministerio de Economía	Operaciones de crédito (IOF sobre los bancos domésticos)	<ul style="list-style-type: none"> - Ene 2008: IOF 0,0082% por día de vida del crédito hasta un máximo de 365 días (Decreto n° 6.339, de 3 de enero de 2008) - Dic 2008: IOF 0,0041% por día de vida del crédito hasta un máximo de 365 días (Decreto n° 6.691, de 11 de diciembre de 2008) - Abr 2011: IOF 0,0082% por día de vida del crédito hasta un máximo de 365 días (Decreto 7458 de 7 de abril de 2011) - Dic 2011: IOF 0,0068% por día de vida del crédito hasta un máximo de 365 días (Decreto 7632 de 1 de diciembre de 2011) - May 2012: IOF 0,0041% por día de vida del crédito hasta un máximo de 365 días (Decreto 7726 de 21 de mayo de 2012)
Banco Central	Venta de divisas (requerimiento de reservas no remuneradas a los bancos)	<ul style="list-style-type: none"> - Abr 2011: 60% de la posición de venta que exceda el menor de 3000 millones de BRL o el capital (Circular 3520 de 6 de enero de 2011) - Jul 2011: 60% de la posición de venta que exceda el menor de 1000 millones de BRL o el capital (Circular 3548 de 8 de julio de 2011) - Dic 2012: 60% de la posición de venta que exceda los 3000 millones de BRL (Circular 3619 de 18 de diciembre de 2012) - Jun 2013: 0% (Circular n° 3.659, de 25 de junio de 2013)
	Crédito doméstico a hogares (requerimientos de capital a los bancos domésticos)	<ul style="list-style-type: none"> - Jul 2008: ponderación máxima en el cálculo de activos ponderados por riesgo del 75% para crédito a hogares (Circular 3360 de 12 de septiembre de 2007) - Jul 2011: ponderación máxima en el cálculo de activos ponderados por riesgo del 150% para crédito a hogares (para muchos tipos de créditos a hogares de vencimiento superior a 24 meses) (Circular 3515 de 3 de diciembre de 2010) - Nov 2011: ponderación máxima en el cálculo de activos ponderados por riesgo del 300% para crédito a hogares (para créditos sin destino específico o con vencimiento superior a 60 meses) (Circular 3563 de 11 noviembre de 2011) - Oct 2013: ponderación máxima en el cálculo de activos ponderados por riesgo del 300% para crédito a hogares pero la ponderación de 150% se aplica solo a créditos con vencimiento superior a 36 meses y no 24 como anteriormente (Circular n° 3.644, de 4 de marzo de 2013)
	Pasivos de corto plazo (requerimientos de reservas por depósitos a los bancos domésticos)	<ul style="list-style-type: none"> - Oct 2008: RR marginales bajan al 5% para depósitos a vista y a plazo (Circular 3408 de 8 octubre de 2008) - Nov 2008: RR ordinario baja al 42% para depósitos a vista (Circular 3413 de 14 octubre de 2008) - Ene 2009: RR marginal 4% para depósitos a plazo y deducciones sobre el RR ordinario en depósitos a plazo por proveer de liquidez a instituciones financieras domésticas de pequeño tamaño (Circular 3426 y 3427 de 19 diciembre de 2008) - Oct 2009: RR ordinario 13,5% sobre depósitos a plazo (Circular 3468 de 28 septiembre de 2009) - Mar 2010: RR marginales 8% para depósitos a vista y a plazo (Circular 3486 de 24 febrero de 2010) - Abr 2010: RR ordinario 15% para depósitos a plazo (Circular 3485 de 24 febrero de 2010) - Jul 2010: RR ordinario 43% para depósitos a vista (Circular 3497 de 25 junio de 2010) - Dic 2010: RR marginales 12% para depósitos a vista y a plazo. RR ordinario 20% para depósitos a plazo (Circular 3513 y 3514 de 3 de diciembre de 2010) - Jul 2012: RR ordinario 44% para depósitos a vista (Circular 3497 de 25 junio de 2010)

Estudio de caso: Perú

Las fuentes a las que se ha recurrido para la elaboración de la relación de medidas se indican en cada uno de los apartados. Para cada medida se indica la fecha de publicación. La SBS es la Superintendencia de Banca, Seguros y Asociaciones de Fondos Privados de Pensiones mientras que SUNAT es la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria, la entidad recaudadora de impuestos en Perú.

Perú: regulación directa (diciembre de 2002-diciembre de 2013)		
Banco Central de Reserva del Perú	Requerimientos de reservas (encaje) a los pasivos bancarios con el exterior en PEN	<ul style="list-style-type: none"> - 2002: Circular 32-2002-EF/90 (29/12/2002) - 2004: Circular 04-2004-EF/90 (22/03/2004) - 2006: Circular 11-2006-BCRP (29/03/2006) - 2007: Circular 19-2007-BCRP (28/09/2007) - 2008: Circular 3-2008-BCRP (4/01/2008); Circular 11-2008-BCRP (01/02/2008); Circular 14-2008-BCRP (25/03/2008); Circular 20-2008-BCRP (28/04/2008); Circular 25-2008-BCRP (30/05/2008); Circular 28-2008-BCRP (11/07/2008); Circular 30-2008-BCRP (25/07/2008); Circular 38-2008-BCRP (26/09/2008); Circular 42-2008-BCRP (20/10/2008); Circular 50-2008-BCRP (28/11/2008); Circular 54-2008-BCRP (30/12/2008) - 2009: Circular 2-2009-BCRP (30/01/2009); Circular 6-2009-BCRP (20/03/2009); Circular 19-2009-BCRP (31/08/2009) - 2010: Circular 2-2010-BCRP (22/01/2010); Circular 7-2010-BCRP (12/03/2010); Circular 16-2010-BCRP (21/06/2010); Circular 20-2010-BCRP (16/07/2010); Circular 24-2010-BCRP (06/08/2010); Circular 26-2010-BCRP (26/08/2010); Circular 29-2010-BCRP (10/09/2010); Circular 31-2010-BCRP (29/09/2010); Circular 47-2010-BCRP (30/12/2010) - 2011: Circular 3-2011-BCRP (28/01/2011); Circular 6-2011-BCRP (25/02/2011); Circular 8-2011-BCRP (31/03/2011) - 2012: Circular 10-2012-BCRP (27/04/2012); Circular 19-2012-BCRP (3/06/2012); Circular 27-2012-BCRP (29/08/2012); Circular 32-2012-BCRP (28/09/2012); Circular 36-2012-BCRP (30/10/2012); Circular 43-2012-BCRP (28/12/2012) - 2013: Circular 4-2013-BCRP (29/01/2013); Circular 9-2013-BCRP (27/02/2013); Circular 16-2013-BCRP (29/04/2013); Circular 20-2013-BCRP (28/05/2013); Circular 23-2013-BCRP (21/06/2013); Circular 27-2013-BCRP (19/07/2013); Circular 31-2013-BCRP (23/08/2013); Circular 37-2013-BCRP (27/09/2013) <p>(Fuente: Circulares del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.))</p>
	Requerimientos de reservas (encaje) a los pasivos bancarios con el exterior en USD	<ul style="list-style-type: none"> - 2002: Circular 30-2002-BCRP (7/11/2002) - 2004: Circular 5-2004-BCRP (22/03/2004); Circular 17-2004-BCRP (29/09/2004); Circular 19-2004-BCRP (27/10/2004) - 2005: Circular 2-2005-BCRP (28/01/2005); Circular 8-2005-BCRP (28/05/2005) - 2006: Circular 12-2006-BCRP (29/03/2006); Circular 17-2006-BCRP (11/05/2006) - 2007: Circular 20-2007-BCRP (28/09/2007) - 2008: Circular 4-2008-BCRP (4/01/2008); Circular 10-2008-BCRP (1/02/2008); Circular 15-2008-BCRP (25/03/2008); Circular 21-2008-BCRP (28/04/2008); Circular 31-2008-BCRP (25/07/2008); Circular 38-2008-BCRP (26/09/2008); Circular 43-2008-BCRP (20/10/2008); Circular 51-2008-BCRP (28/11/2008); Circular 55-2008-BCRP (30/12/2008) - 2009: Circular 3-2009-BCRP (30/01/2009); Circular 7-2009-BCRP (23/03/2009); Circular 20-2009-BCRP (31/08/2009) - 2010: Circular 3-2010-BCRP (22/01/2010); Circular 8-2010-BCRP (14/03/2010); Circular 17-2010-BCRP (21/06/2010); Circular 21-2010-BCRP (16/07/2010); Circular 25-2010-BCRP (06/08/2010); Circular 26-2010-BCRP (26/08/2010); Circular 29-2010-BCRP (10/09/2010); Circular 32-2010-BCRP (29/09/2010); Circular 48-2010-BCRP (30/12/2010) - 2011: Circular 3-2011-BCRP (28/01/2011); Circular 6-2011-BCRP (25/02/2011); Circular 8-2011-BCRP (31/03/2011) - 2012: Circular 11-2012-BCRP (27/04/2012); Circular 20-2012-BCRP (3/07/2012); Circular 28-2012-BCRP (29/08/2012); Circular 33-2012-BCRP (28/09/2012); Circular 37-2012-BCRP (30/10/2012); Circular 44-2012-BCRP (28/12/2012) - 2013: Circular 5-2013-BCRP (29/01/2013); Circular 10-2013-BCRP (27/02/2013); Circular 13-2013-BCRP (26/03/2013); Circular 17-2013-BCRP (29/04/2013); Circular 24-2013-BCRP (25/06/2013); Circular 28-2013-BCRP (19/07/2013); Circular 32-2013-BCRP (23/08/2013); Circular 38-2013-BCRP (27/09/2013) <p>(Fuente: Circulares del Banco Central de Reserva del Perú (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.))</p>
	Acceso de inversores no residentes a títulos de esterilización (tasas administrativas y restricciones de acceso)	<ul style="list-style-type: none"> - Tasa administrativa por la adquisición de títulos de esterilización del Banco Central en el mercado secundario: 0,1% (antes de marzo de 2008); 4% (mar 2008 – nov 2008); 0,1% (dic 2008 – jun 2010); 4% (desde jul 2010) - Utilización de los Certificados de Depósito con Negociación Restringida: feb 2008 – ago 2008; jul 2010 – sep 2010 - Utilización de Depósitos a Plazo del Banco Central (no negociables): oct 2010 – dic 2010; jun 2011 – feb 2012; jun 2012 – feb 2013 <p>(Fuentes: Entrevistas con funcionarios del Banco Central, Reporte de Inflación del Banco Central (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.), (Choy y Chang, 2014, p. 21; International Monetary Fund, 2011c, p. 38))</p>
Ministerio de Economía y Finanzas	Impuestos a las rentas del capital de inversores extranjeros	<ul style="list-style-type: none"> - Tributación de rentas del capital para residentes y no residentes: <ul style="list-style-type: none"> • Ene 2004: 5% en mercados organizados (exoneración total) y 30% en mercados no organizados (Ley de la Renta, artículo 19, inciso h; Decreto Supremo n°179-2004-EF) • Ene 2010: 5% en mercados organizados (exoneración si no se sobrepasa un monto de referencia) y 30% en mercados no organizados (Ley 29492, artículo 5, de 31 de diciembre de 2009; Decreto Legislativo 972. Única disposición complementaria derogatoria) • Ene 2013: 5% en mercados organizados (no hay exoneración) y 30% en mercados no organizados (Inciso a) de la Única Disposición Complementaria Derogatoria del Decreto Legislativo 1120° del 18 de julio de 2012) - Tributación de ganancias en contratos derivados de no residentes: <ul style="list-style-type: none"> • Ene 2004: no tributan porque no se consideran "fuente de renta peruana" (Ley de la Renta, artículo 19, inciso h; Decreto Supremo n°179-2004-EF) • Ene 2010: 30% para forward de menos de 60 días (se equipara el tratamiento con los inversores residentes) (Ley 29492 de 31 de diciembre de 2009; Artículo 3° del Decreto Supremo n° 011-2010) <p>(Fuentes: entrevistas con personal de SUNAT)</p>

Perú: regulación indirecta (diciembre de 2002-diciembre de 2013)		
SBS	Mercado cambiario (limitación de las operaciones de actores domésticos)	<ul style="list-style-type: none"> - Limitación de la posición cambiaria global de sobrecompra de divisas para los bancos (% del patrimonio neto): <ul style="list-style-type: none"> • Feb 2010: del 100% al 75% (Resolución SBS n° 1593-2010, 13/02/2010) • Nov 2010: del 75% al 60% (Resolución SBS n° 15536-2010, 28/11/2010) • Dic 2012: del 60% al 50% (Resolución SBS n° 9076-2012, 10/12/2012) - Limitación de la posición cambiaria global de sobreventa de divisas para los bancos (% del patrimonio neto): <ul style="list-style-type: none"> • Feb 2010: del 10% al 15% (Resolución SBS n° 1593-2010, 13/02/2010) • Dic 2012: del 15% al 10% (Resolución SBS n° 9076-2012, 10/12/2012) - Limitación de la posición cambiaria neta en contratos derivados de tipo de cambio para los bancos: <ul style="list-style-type: none"> • Ene 2011: límite máximo=mayor del 40% del activo o 400 millones de PEN (Resolución SBS n° 923-2011, 25/01/2011) • Oct 2011: límite máximo=mayor del 30% del activo o 350 millones de PEN (Resolución SBS n° 10454-2011, 9/10/2011) • Dic 2011: límite máximo=mayor del 20% del activo o 300 millones de PEN (Resolución SBS n° 9076-2012, 10/12/2012) - Limitación de las operaciones en el mercado de divisas al contado y forward para los Fondos de Pensiones (% del activo): <ul style="list-style-type: none"> • Jun 2010: máximo diario 0,85%; máximo en 5 días 1,95% (Resolución SBS n° 6460-2010, 23/06/2010) • Ene 2013: máximo diario 0,75%; máximo en 5 días 1,75% (Resolución SBS n° 561-2013, 26/01/2013) <p>(Fuente: Resoluciones de la SBS (Superintendencia de Bancos, Seguros y Asociaciones de Fondos Privados de Pensiones del Perú, n.d.))</p>
	Mercado de crédito (requerimientos de capital bancario y provisiones)	<ul style="list-style-type: none"> - Requerimientos de capital por riesgo de crédito para los bancos: <ul style="list-style-type: none"> • Nov 2012: ponderación por riesgo de crédito por créditos en USD a prestatarios con riesgo de cambio se incrementa del 102,5% al 104% • Ene 2013: mayor requerimiento de capital por crédito hipotecario y de consumo en cualquier moneda, pero más estricto para el crédito en USD - Provisiones procíclicas: <ul style="list-style-type: none"> • Oct 2008: entra en vigor el esquema de provisión procíclica y se activa • Sep 2009: se desactiva la provisión procíclica • Oct 2010: se activa la provisión procíclica <p>(Fuente: (Choy y Chang, 2014, p. 9,12,16,17))</p>

Estudio de caso: Islandia

La relación de medidas que se expone se ha elaborado a partir de la regulación del Banco Central de Islandia, indicándose la referencia legal concreta para cada una de las medidas consideradas. Para cada medida se indica la fecha de publicación.

Islandia: regulación directa (octubre de 2008-diciembre de 2013)	
Banco Central de Islandia	<ul style="list-style-type: none"> • 2008-Oct-10: <i>Temporary modifications in currency outflow</i> (Central Bank of Iceland, 2008b). • 2008-Nov-28: <i>Rules on foreign exchange No 1082/2008</i> (Central Bank of Iceland, 2008c). • 2008_Dic-15: <i>Rules on foreign exchange No 1130/2008</i> (Central Bank of Iceland, 2008d). • 2009-May-28: <i>Instructions on the Execution of Foreign Currency Sales Due to Art 8 of the Rules on Foreign Exchange No 1130/2008</i> (Central Bank of Iceland, 2009b). • 2009-Oct-30: <i>Rules on foreign exchange No 880/2009</i> (Central Bank of Iceland, 2009a, p. 880). • 2010-Abr-29: <i>Rules on foreign exchange No 370/2010</i> (Central Bank of Iceland, 2010c, p. 370). • 2013-Abr-4: <i>Rules on foreign exchange No 300/2013</i> (Central Bank of Iceland, 2013, p. 300). • 2014-Jun-18: <i>Rules on foreign exchange No 565/2014</i> (Central Bank of Iceland, 2014, p. 565). • 2015-Mar-6: <i>Rules amending the Rules on foreign exchange No. 565/2014</i> (Central Bank of Iceland, 2015, p. 565).
Cambios legislativos	<ul style="list-style-type: none"> • 2008-Nov-28: <i>Act on the amendment to the Foreign Exchange Act No. 87/1992</i>. • 2009-Mar-31: enmiendas a las <i>Foreign Exchange Act 87/1992</i> y la <i>Customs Act 88/2005</i>.

ANEXO IV. LISTADO DE PERSONAS ENTREVISTADAS

Brasil		
Banco Central de Brasil	Brasilia	Barroso, João Harris, Ricardo E. Kohlscheen, Emanuel W. Magela Siqueira, Geraldo Pacheco, Thelma L.
	Rio de Janeiro	Painceira, Juan Pablo
Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES)	Rio de Janeiro	Pires de Souza, Francisco Eduardo
Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)	Brasilia	Cintra, Marcos
Fundación Getulio Vargas	São Paulo	Barbosa, Nelson
Ministerio de Economía	Brasilia	Colnago, Esteves De Castro Pires, Manoel C.
Universidad de Brasília (UnB)	Brasilia	Mollo, Maria Lourdes Moreira, Adriana
Universidad de Campinas (UNICAMP)	Campinas, São Paulo	Deos, Simone Prates, Daniela Magalhaes Rossi, Pedro
Universidad del Estado de Rio de Janeiro (UERJ)	Rio de Janeiro	De Paula, Luiz Fernando
Universidad Federal de Rio de Janeiro (UFRJ)	Rio de Janeiro	Oreiro, José Luis
Universidad Pontificia Católica (PUC)	Rio de Janeiro	Garcia, Marcio

Perú		
Banco Central de Reserva del Perú	Lima	Castillo, Paul Choy Chong, Marylin Monteagudo, Manuel Quispe, Zenón Rossini, Renzo Vásquez Sanabria, Fernando Vega de la Cruz, Marco Antonio
Fondo Monetario Internacional	Lima	Peschiera, Juan Alonso
Ministerio de Comercio Exterior y Turismo	Lima	Meza, Gerardo
Ministerio de Economía y Finanzas	Lima	De Urioste, Roberto Ricardo
Pontificia Universidad Católica del Perú	Lima	Dancourt, Óscar
Superintendencia de Banca, Seguros y Asociaciones de Fondos Privados de Pensiones (SBS)	Lima	Poggi, Javier Romero, Lucía
Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT)	Lima	Beltrán Cateriano, Mery Yolanda Cerrón, Giovanni Palomino, Gilma

ANEXO V. ANÁLISIS ECONÓMETRICO: VARIABLES UTILIZADAS

Se ofrece a continuación una definición precisa de cada una de las variables utilizadas en el análisis econométrico de la eficacia de la regulación de flujos de capital en Brasil y Perú, así como los cálculos realizados para la determinación de dichas variables y las fuentes estadísticas utilizadas.

1. Brasil

Todas las variables tienen frecuencia mensual y toman valores entre enero de 2006 y diciembre de 2013, a excepción de la variable “*embi_b*” y las que se construyen a partir de ella, para las cuales no hay datos entre febrero de 2006 y mayo de 2006.

1.1. Flujos brutos de entrada

Los datos de flujos brutos de entrada corresponden a variaciones del pasivo exterior de la economía de Brasil. Se utilizan datos mensuales como % del PIB anual que se construyen tomando datos mensuales de variaciones de pasivo exterior de la balanza de pagos en USD corrientes y dividiéndolos por el dato del PIB anual nominal en USD del año al que corresponde el mes cuyo flujo bruto se está calculando. Tanto los datos de la balanza de pagos como los datos del PIB anual corriente se toman de las estadísticas que publica el Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil, n.d.).

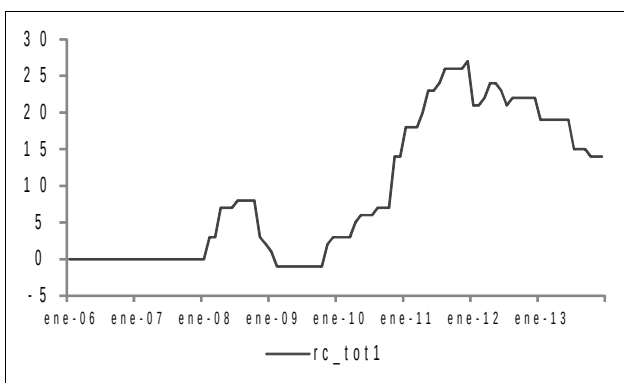
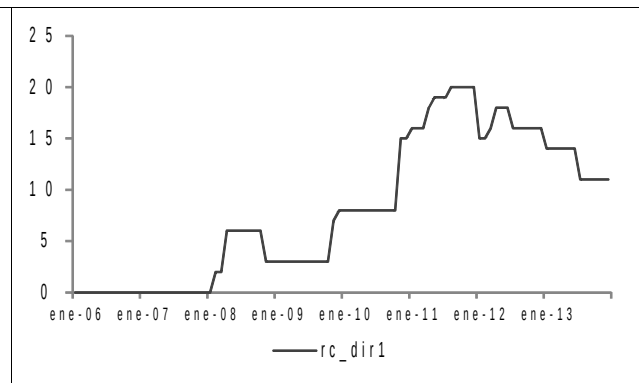
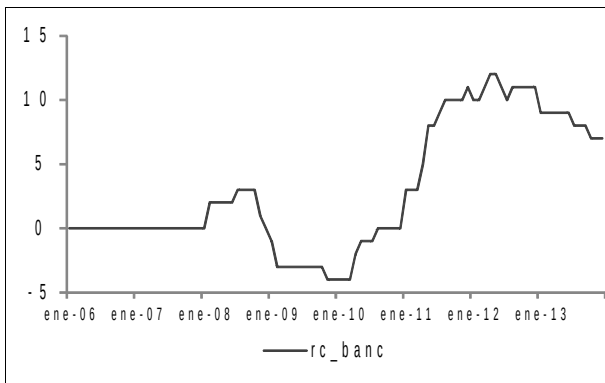
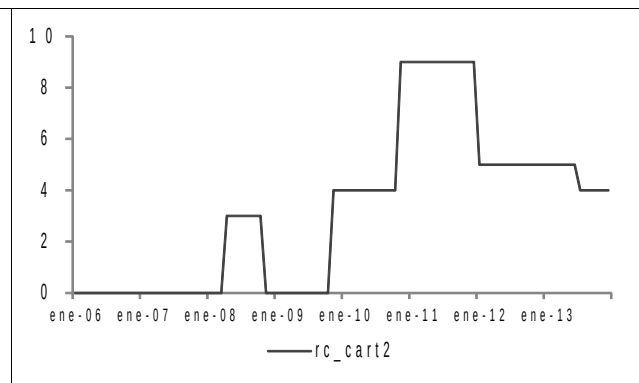
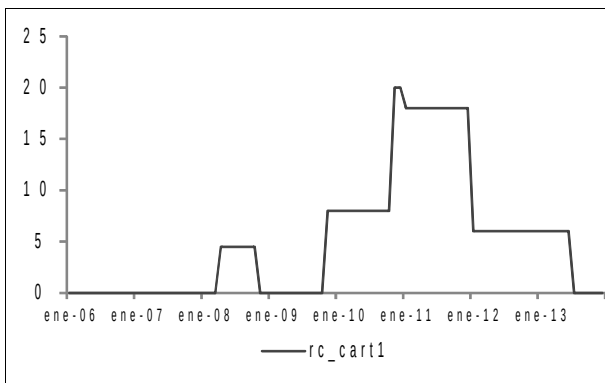
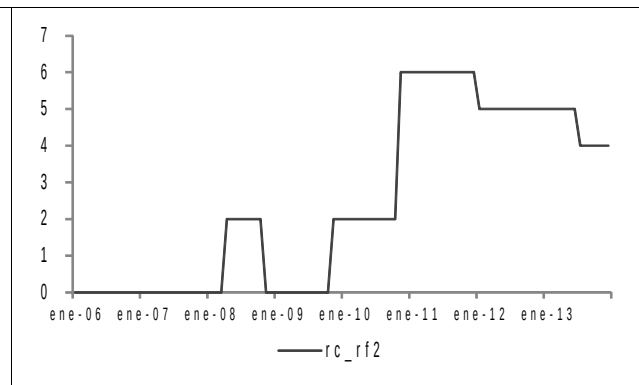
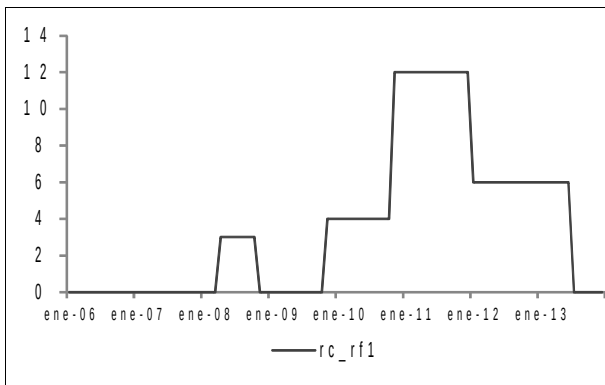
Variable	Descripción
y	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo total (% PIB anual)
y_noied	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo distinto de IED (% PIB anual)
y_cart	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de cartera (% PIB anual)
y_cart_acc	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de cartera dirigido a adquisición de acciones (% PIB anual)
y_cart_rf	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de cartera dirigido a adquisición de títulos de renta fija (% PIB anual)
y_cart_rf_lp	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de cartera dirigido a adquisición de títulos de renta fija de largo plazo (% PIB anual)
y_cart_rf_cp	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de cartera dirigido a adquisición de títulos de renta fija de corto plazo (% PIB anual)
y_otr	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo computado en “otras inversiones” (% PIB anual)
y_otr_cp	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de corto plazo computado en “otras inversiones” (% PIB anual)

1.2. Regulación de flujos de capital

En el siguiente cuadro se especifica qué ámbitos de regulación se han tenido en cuenta para la construcción de cada índice y cómo se ha agregado la información de dichos ámbitos para construir el índice. El listado de las medidas concretas de regulación que se incluyen en cada uno de los ámbitos considerados se detallan en el Anexo II, así como las fuentes consultadas para la elaboración de dicho listado.

Variable	Descripción
rc_rf1	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de dos ámbitos de regulación: IOF sobre la adquisición de títulos de renta fija de corto plazo y de renta fija de largo plazo por parte de inversores extranjeros. El valor del índice en el mes "m" es la suma de tipos impositivos vigentes en estos dos ámbitos el primer día del mes "m".
rc_rf2	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de dos ámbitos de regulación: IOF sobre la adquisición de títulos de renta fija de corto plazo y de renta fija de largo plazo por parte de inversores extranjeros. El valor del índice en el mes "m" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos dos ámbitos (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2006 y el último día del mes "m-1"
rc_cart1	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de cinco ámbitos de regulación: IOF sobre la adquisición de títulos de renta fija de corto plazo, renta fija de largo plazo, participaciones en fondos de inversión y títulos de renta variable, así como IOF aplicado al cambio de régimen inversor de fondos ya invertidos y computados como IED para transformarlos en inversión de cartera. El valor del índice en el mes "m" es la suma de tipos impositivos vigentes en estos cinco ámbitos el primer día del mes "m"
rc_cart2	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de cinco ámbitos de regulación: IOF sobre la adquisición de títulos de renta fija de corto plazo, renta fija de largo plazo, participaciones en fondos de inversión y títulos de renta variable, así como IOF aplicado al cambio de régimen inversor de fondos ya invertidos y computados como IED para transformarlos en inversión de cartera. El valor del índice en el mes "m" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos cinco ámbitos (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2006 y el último día del mes "m-1"
rc_banc	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de seis ámbitos de regulación: IOF sobre préstamos en divisas y deuda emitida en el exterior por actores domésticos, IOF sobre las operaciones de crédito de los bancos domésticos, requerimiento de reservas no remunerado sobre la posición abierta de venta de divisas de bancos domésticos, requerimiento de capital sobre el crédito a hogares otorgado por bancos domésticos, requerimiento de reservas sobre depósitos a vista de bancos domésticos y requerimiento de reservas sobre depósitos a plazo de bancos domésticos. El valor del índice en el mes "m" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos seis ámbitos (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2006 y el último día del mes "m-1"
rc_dir1	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de doce ámbitos de regulación que conforman en conjunto la regulación directa de capitales de Brasil porque afecta directamente a las transacciones computadas como flujos brutos de entrada en la balanza de pagos: IOF sobre inversión extranjera directa, IOF sobre inversión de cartera en renta fija de corto plazo y largo plazo, IOF sobre inversión de cartera dirigida a participación en fondos de inversión, IOF sobre inversión de cartera en renta variable, IOF sobre el cambio de régimen inversor para transformar fondos ya computados como IED en inversión de cartera, IOF sobre la cancelación de <i>Depositary Receipts</i> a fin de hacerse con la propiedad del título subyacente, IOF sobre la cesión de títulos adquiridos en Brasil sobre los que posteriormente emitir <i>Depositary Receipts</i> en el exterior, IOF sobre préstamos en divisas y deuda emitida en el exterior por actores domésticos, IOF sobre operaciones en el mercado de futuros, medidas administrativas para restringir los anticipos de divisas recibidos por los exportadores y medidas administrativas complementarias sobre los mercados financieros. El valor del índice en el mes "m" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos doce ámbitos (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2006 y el último día del mes "m-1"
rc_tot1	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de los diecisiete ámbitos de regulación que conforman en conjunto la regulación de flujos de capital de Brasil, tanto directa como indirecta: IOF sobre inversión extranjera directa, IOF sobre inversión de cartera en renta fija de corto plazo y largo plazo, IOF sobre inversión de cartera dirigida a participación en fondos de inversión, IOF sobre inversión de cartera en renta variable, IOF sobre el cambio de régimen inversor para transformar fondos ya computados como IED en inversión de cartera, IOF sobre la cancelación de <i>Depositary Receipts</i> a fin de hacerse con la propiedad del título subyacente, IOF sobre la cesión de títulos adquiridos en Brasil sobre los que posteriormente emitir <i>Depositary Receipts</i> en el exterior, IOF sobre préstamos en divisas y deuda emitida en el exterior por actores domésticos, IOF sobre operaciones en el mercado de futuros, medidas administrativas para restringir los anticipos de divisas recibidos por los exportadores, medidas administrativas complementarias sobre los mercados financieros, IOF sobre las operaciones de crédito de los bancos domésticos, requerimiento de reservas no remunerado sobre la posición abierta de venta de divisas de bancos domésticos, requerimiento de capital sobre el crédito a hogares otorgado por bancos domésticos, requerimiento de reservas sobre depósitos a vista de bancos domésticos y requerimiento de reservas sobre depósitos a plazo de bancos domésticos. El valor del índice en el mes "m" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos diecisiete ámbitos (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2006 y el último día del mes "m-1"

Anexo V. Análisis econométrico: variables utilizadas



1.3. Tipos de interés

Variable	Descripción
exp_tc	Expectativa de variación del tipo de cambio nominal al contado del BRL frente al USD (%). Se basa en un modelo de expectativa adaptativa para el comportamiento del tipo de cambio, según el cual la expectativa asociada al mes "m" es igual a la variación en % del tipo de cambio expresado en BRL/USD a lo largo del mes "m-1", que se calcula como: $100 \times [tc(m) - tc(m-1)] / tc(m-1)$, donde $tc(m)$ es el tipo de cambio en BRL/USD el primer día del mes "m" y $tc(m-1)$ es el tipo de cambio en BRL/USD el primer día del mes "m-1". Un valor positivo (negativo) indica una expectativa de depreciación (apreciación) de BRL porque el tipo de cambio BRL/USD el primer día del mes "m" es mayor (menor) que el tipo de cambio el primer día del mes "m-1", lo que indica que el BRL se ha depreciado (apreciado) respecto al USD a lo largo del mes "m-1". Se dispone de datos diarios para el tipo de cambio.
dti	Diferencial de tipos de interés nominales entre Brasil y el exterior (%). Se calcula de la siguiente forma: Tipo de interés de las letras del Tesoro de Brasil en moneda doméstica (% anual) - Tipo de interés LIBOR USD a 3 meses (% anual). Los datos del tipo de interés LIBOR USD son diarios y se asocia a cada mes el primer dato disponible para ese mes. El tipo de interés de las letras del Tesoro es un dato mensual.
dti_fw	Diferencial de tipos de interés nominales entre Brasil y el exterior corregido por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (%). Se calcula de la siguiente forma: "dti" (%) - prima <i>forward</i> a 1 mes BRL/USD (%) (véase la descripción de la variable "dti"). La prima <i>forward</i> se calcula como $(F - e) / e$ siendo "F" y "e" los tipos <i>forward</i> a un mes y al contado respectivamente, ambos en BRL/USD. Una prima positiva indica venta a plazo a un tipo superior al contado, es decir, BRL depreciado a plazo frente al USD respecto a su precio al contado, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos accesible para el inversor que utiliza esta cobertura. Los tipos de cambio al contado y a plazo son datos diarios y se asocia a cada mes el primer dato disponible de ese mes.
dti_tc	Diferencial de tipos de interés nominales entre Brasil y el exterior corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio nominal al contado del BRL frente al USD (%). Se calcula de la siguiente forma: "dti" - "exp_tc" (véanse las descripciones de las variables "dti" y "exp_tc"). Un valor positivo de "exp_tc" quiere decir que la expectativa para el tipo de cambio es de depreciación del BRL frente al USD, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos nominales que percibiría el inversor.
dtir	Diferencial de tipos de interés reales entre Brasil y el exterior (%). Se calcula de la siguiente forma: Tipo de interés real de las letras del Tesoro de Brasil en moneda doméstica (% anual) - Tipo LIBOR USD real a 3 meses (% anual). Se corrigen los tipos de interés nominales con la inflación esperada, y como modelo de expectativa de inflación se asume una expectativa adaptativa según la cual la inflación esperada coincide con el dato más reciente conocido de la inflación pasada en la divisa correspondiente y el plazo adecuado al tipo de interés nominal de partida. Para construir el dato de tipo de interés real de las letras del Tesoro de Brasil en el mes "m" se toma el dato mensual de la rentabilidad nominal de estos títulos que ofrece el IMF para el mes "m" y se corrige restándole el último dato conocido el primer día del mes "m" de la variación interanual del <i>Índice geral de preços do mercado</i> (IGP-M) en Brasil. Para la corrección por inflación se toma como punto de partida la variación mensual del IGP que publica el Banco Central, a partir de la cual se calculan los valores mensuales del índice IGP y su variación interanual con periodicidad mensual. La última variación interanual del IGP conocida el primer día del mes "m" es la que se construye con la información del IGP publicada en el mes "m-1", que por lo tanto está informando de la variación interanual de precios al concluir el mes "m-2". Para construir el dato del tipo LIBOR USD a 3 meses real en el mes "m" se parte del tipo LIBOR USD a 3 meses nominal, disponible en datos diarios. Se asocia al mes "m" el primer dato disponible de ese mes. Para la corrección por inflación hay que tener en cuenta que el tipo LIBOR USD nominal está anualizado pero su periodo de aplicación es un trimestre. La corrección por inflación consiste en restar cuatro veces la última inflación trimestral conocida al inicio del mes "m". Para calcular este dato se toman los valores mensuales del Índice de Precios del Consumidor de Estados Unidos correspondientes a los meses "m-5" y "m-2", con los que se obtiene el dato de inflación trimestral más moderno que puede suponerse conocido por los inversores al inicio del mes "m", ya que la información sobre el comportamiento del Índice de Precios a lo largo del mes "m-2" se ha conocido en el mes "m-1".
dtir_fw	Diferencial de tipos de interés reales entre Brasil y el exterior corregido por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (%). Se calcula de la siguiente forma: "dtir" (%) - prima <i>forward</i> a 1 mes BRL/USD (%) (véase la descripción de la variable "dtir"). La prima <i>forward</i> se calcula como $(F - e) / e$ siendo "F" y "e" los tipos <i>forward</i> a un mes y al contado respectivamente, ambos en BRL/USD. Una prima positiva indica venta a plazo a un tipo superior al contado, es decir, BRL depreciado a plazo frente al USD respecto a su precio al contado, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos accesible para el inversor que utiliza esta cobertura. Los tipos de cambio al contado y a plazo son datos diarios y se asocia a cada mes el primer dato disponible de ese mes.
dtir_tc	Diferencial de tipos de interés reales entre Brasil y el exterior corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio nominal al contado del BRL frente al USD (%). Se calcula de la siguiente forma: "dtir" - "exp_tc" (véanse las descripciones de las variables "dtir" y "exp_tc"). Un valor positivo de "exp_tc" quiere decir que la expectativa para el tipo de cambio es de depreciación del BRL frente al USD, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos reales que percibiría el inversor.
Fuentes	Tipo de cambio al contado y <i>forward</i> a 1 mes del BRL frente al USD (datos diarios en BRL/USD): <i>Ecwin</i> (Thomson Reuters, n.d.) Tipo de interés LIBOR USD a 3 meses (datos diarios en % anualizado): Banco Central de Reserva del Perú (n.d.) Rentabilidad de las letras del Tesoro de Brasil (datos mensuales en % anual): <i>International Financial Statistics</i> (International Monetary Fund, n.d.) <i>Consumer Price Index</i> de Estados Unidos (datos mensuales del índice): <i>Consumer Price Index</i> (Bureau of Labor Statistics, n.d.) <i>Índice geral de preços do mercado</i> (IGP-M) de Brasil (datos mensuales de variación del índice): Banco Central de Brasil (n.d.)

1.4. Riesgo

Variable	Descripción
embi_b	Indicador EMBI Brasil (puntos básicos). El EMBI es el <i>Emerging Markets Bonds Index</i> elaborado por JP Morgan, que representa el diferencial de rentabilidad con la que se están negociando en el mercado secundario internacional los títulos de deuda emitidos en USD por los países emergentes en comparación con la rentabilidad que ofrecen los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados libres de riesgo. El indicador EMBI Brasil informa específicamente de las rentabilidades de los títulos negociados emitidos por entidades brasileñas. Los datos tienen frecuencia original diaria, pero no están disponibles públicamente. Los datos utilizados en el análisis son de frecuencia mensual y han sido obtenidos del Banco Central de Reserva del Perú (n.d.). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al mes "m" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes. No están disponibles los datos correspondientes a los meses entre febrero y mayo de 2006. Para los modelos estimados con esta variable el período de estimación se extiende desde junio de 2006 hasta diciembre de 2013.
embi_al	Indicador EMBI América Latina (puntos básicos): informa específicamente de las rentabilidades de los títulos negociados emitidos por entidades de América Latina (véase la descripción de la variable "embi_b" para una explicación genérica del indicador EMBI). Los datos tienen frecuencia original diaria, pero no están disponibles públicamente. Los datos utilizados en el análisis son de frecuencia mensual y han sido obtenidos del Banco Central de Chile (n.d.). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al mes "m" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes.
embi_g	Indicador EMBI global (puntos básicos): informa de las rentabilidades de todos los títulos negociados emitidos por entidades de países emergentes (véase la descripción de la variable "embi_b" para una explicación genérica del indicador EMBI). Los datos tienen frecuencia original diaria, pero no están disponibles públicamente. Los datos utilizados en el análisis son de frecuencia mensual y han sido obtenidos del Banco Central de Chile (n.d.). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, se supone que el dato correspondiente al mes "m" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes.
vix	Indicador de volatilidad VIX. El VIX es el <i>Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index</i> , que se calcula a partir de las volatilidades en los precios negociados en el mercado de Chicago para las opciones sobre los títulos incluidos en el Índice <i>Standard & Poor's 500</i> . Se obtienen datos diarios de apertura del índice VIX del <i>Chicago Board Options Exchange</i> (n.d.), y se asocia a cada mes el primer dato disponible para ese mes.

1.5. Atractivo para el inversor del país receptor

Variable	Descripción
pib_r	Crecimiento anual del PIB real de Brasil (%). Se trata de la última estimación que razonablemente se puede suponer conocida por los inversores al inicio de cada mes para el crecimiento del PIB real acumulado en los últimos doce meses. El Banco Central de Brasil ofrece una estimación del PIB nominal acumulado en los últimos 12 meses, con periodicidad mensual, y la variación mensual de un índice de precios denominado <i>Índice geral de preços do mercado</i> (IGP-M). Con el dato de PIB nominal acumulado se calcula, para cada mes, una variación nominal interanual del PIB acumulado en los últimos doce meses. A partir de la variación mensual del índice de precios se calcula el valor del índice IGP para cada mes y posteriormente la variación interanual del índice con periodicidad mensual. Combinando ambos datos se obtiene, para cada mes, una estimación de la variación real interanual del PIB acumulado en los últimos doce meses. El dato asociado a "pib_r" en el mes "m" es el más reciente que pueden conocer los inversores el primer día del mes, que es el que se construye con la información publicada a lo largo del mes "m-1" y que en realidad está informando del crecimiento interanual estimado del PIB real al concluir el mes "m-2".
bcc	Balanza por cuenta corriente mensual de Brasil (% del PIB anual), siendo un valor negativo indicativo de déficit corriente. Al mes "m" se le asocia el dato más reciente de la balanza por cuenta corriente mensual (ofrecido por el Banco Central de Brasil) disponible al inicio del mes "m" y que corresponde al mes "m-2". Este dato se expresa en % del PIB nominal anual, tomando el dato de PIB más reciente disponible en el mes "m" (ofrecido también por el Banco Central de Brasil). Hay que tener en cuenta que el dato del PIB nominal del año "a-1" se publica en los primeros noventa días del año "a". Por lo tanto, para los meses de enero, febrero y marzo del año "a" el dato de PIB nominal más moderno disponible corresponde al año "a-2".
igp	Variación del índice de precios en Brasil (variación interanual en %). El Banco Central de Brasil ofrece a lo largo de cada mes la variación mensual del <i>Índice geral de preços do mercado</i> (IGP-M) correspondiente al mes anterior. A partir de este dato se construye un número índice que representa la serie de IGP en datos mensuales. Finalmente, a cada mes se le asocia la variación interanual de este índice calculado como la variación relativa en tanto por cien entre el valor de IGP del mes "m" y el valor de IGP del mismo mes del año anterior. Por último, la variable "igp" toma en el mes "m" la última variación interanual del índice de precios que se conoce el primer día de ese mes, que se ha calculado con la información que se ha publicado en el mes "m-1" y que corresponde en realidad a la variación interanual del IGP correspondiente al final del mes "m-2".
bovespa0	Índice bursátil Bovespa (puntos). Es un índice que registra el comportamiento de unas 50 compañías que cotizan en la Bolsa de Valores del Estado de Sao Paulo, el principal mercado bursátil de Brasil. El Banco Central de Brasil ofrece datos diarios del índice, y se asocia a cada mes el primer dato disponible de ese mes.
Bovespa1/2/3/4/5	Índice bursátil Bovespa (crecimiento en % en distintos periodos). Estas variables computan el crecimiento relativo en % del índice bursátil Bovespa a partir de los datos diarios que proporciona el Banco Central de Brasil. Por ejemplo, la variable "bovespa1" es el incremento relativo del índice bovespa a lo largo del último mes, y su valor en el mes "m" se calcula como la diferencia entre el valor del índice bovespa el primer día del mes "m" y el valor del índice el primer día del mes "m-1" expresada en % del valor del índice en el mes "m-1". Para la variable "bovespa2" se utilizarían los valores del índice bovespa en los primeros días de los meses "m" y "m-2", y por un procedimiento análogo se construyen las variables "bovespa3", "bovespa4" y "bovespa5".

Fuentes	Estimación del PIB nominal de Brasil acumulado en los últimos doce meses (datos mensuales en %), <i>Índice geral de preços do mercado</i> (IGP-M) de Brasil (datos mensuales de variación del índice), balanza por cuenta corriente de Brasil (datos mensuales en USD corrientes), PIB nominal anual de Brasil (datos anuales en USD corrientes), índice Bovespa (datos diarios): Banco Central de Brasil (n.d.).
----------------	---

1.6. Atractivo para el inversor de los países emergentes

Variable	Descripción
pib_eme	Crecimiento interanual del PIB real en el conjunto de países emergentes y en desarrollo (%). Se obtienen datos trimestrales en % anualizado de <i>World Economic Outlook Database</i> (International Monetary Fund, n.d.). A todos los meses del trimestre "t" se les asocia el dato más reciente que es razonable pensar que los inversores conozcan el primer día del trimestre, que corresponde al trimestre "t-2".
FTSE	Indicador bursátil FTSE (<i>Financial Times Stock Exchange</i>) <i>Emerging Latin America Index</i> (% crecimiento mensual). Este índice es construido por Financial Times y comprende datos de los títulos más relevantes negociados en los mercados bursátiles de países emergentes de América Latina. Se obtienen datos diarios del índice de <i>Datastream</i> (Thomson Reuters, n.d.) y se asigna al mes "m" el incremento relativo del índice FTSE a lo largo del último mes, calculado como la diferencia entre el valor del índice FTSE el primer día del mes "m" y el valor del índice FTSE el primer día del mes "m-1", expresada en % del valor del índice FTSE en el mes "m-1".

1.7. Atractivo para el inversor del país receptor en comparación con los países emergentes

Variable	Descripción
pib_br_eme	Diferencia en el crecimiento anual del PIB real en Brasil y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%). Se toman como punto de partida datos trimestrales en % anualizado del ritmo de crecimiento del PIB real en Brasil y en el conjunto de países emergentes y en desarrollo. A todos los meses del trimestre "t" se les asocia el dato más reciente que es razonable pensar que los inversores conozcan el primer día del trimestre, que corresponde a la diferencia (crecimiento PIB Brasil – crecimiento PIB emerg) para el trimestre "t-2".
ipc_br_eme	Diferencia en el crecimiento interanual de los precios en Brasil y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%). Se toman como punto de partida datos mensuales del Índice de Precios de Consumo para Brasil y para el conjunto de países Emergentes y en Desarrollo. En el caso de Brasil, para un mes "m" de un año "a" se calcula la variación interanual de este índice como el incremento relativo del índice entre el mes "m" del año "a-1" y el mes "m" del año "a". Se realiza la misma operación para el índice de precios del conjunto de países emergentes y en desarrollo. Se calcula, para cada mes, el diferencial de crecimiento interanual de los precios como IPC Brasil - IPC Emergentes. Por último, el dato de crecimiento diferencial de los precios que se asocia a un mes "m" es el más reciente que se puede suponer conocido por los inversores el primer día del mes "m", que se ha calculado con la información conocida a lo largo del mes "m-1" y que informa realmente de la diferencia en el incremento interanual de precios al final del mes "m-2".
bov_FTSE	Diferencia entre el crecimiento mensual del índice Bovespa (%) y el crecimiento mensual del Índice FTSE para los países emergentes de América Latina (%). Se calcula como "bovespa1" - "FTSE" (véase la definición de las variables "bovespa1" y "FTSE")
embi_br_glo	Diferencia entre EMBI Brasil y EMBI global (% de EMBI Global). Se toman datos mensuales de EMBI Brasil y EMBI Global y se calcula la diferencia EMBI Brasil – EMBI Global, expresándola en tanto por cien de EMBI Global. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al mes "m" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes. No hay disponibles datos de EMBI Brasil entre febrero y mayo de 2006. Para los modelos estimados con esta variable el periodo de estimación se extiende desde junio de 2006 hasta diciembre de 2013.
embi_br_chi	Diferencia entre EMBI Brasil y EMBI Chile (% de EMBI Chile). Se toman datos mensuales de EMBI Brasil y EMBI Chile y se calcula la diferencia EMBI Brasil – EMBI Chile, expresándola en tanto por cien de EMBI Chile. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al mes "m" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes. No hay disponibles datos de EMBI Brasil entre febrero y mayo de 2006. Para los modelos estimados con esta variable el periodo de estimación se extiende desde junio de 2006 hasta diciembre de 2013.
embi_br_ala	Diferencia entre EMBI Brasil y EMBI América Latina (% de EMBI América Latina). Se toman datos mensuales de EMBI Brasil y EMBI América Latina y se calcula la diferencia EMBI Brasil – EMBI América Latina, expresándola en tanto por cien de EMBI América Latina. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al mes "m" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes. No hay disponibles datos de EMBI Brasil entre febrero y mayo de 2006. Para los modelos estimados con esta variable el periodo de estimación se extiende desde junio de 2006 hasta diciembre de 2013.
embi_br_asi	Diferencia entre EMBI Brasil y EMBI Asia (% de EMBI Asia). Se toman datos mensuales de EMBI Brasil y EMBI Asia y se calcula la diferencia EMBI Brasil – EMBI Asia, expresándola en tanto por cien de EMBI Asia. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato

	correspondiente al mes “m” es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes. No hay disponibles datos de EMBI Brasil entre febrero y mayo de 2006. Para los modelos estimados con esta variable el periodo de estimación se extiende desde junio de 2006 hasta diciembre de 2013.
embi_br_eu	Diferencia entre EMBI Brasil y EMBI Europa emergente (% de EMBI Europa emergente). Se toman datos mensuales de EMBI Brasil y EMBI Europa emergente y se calcula la diferencia EMBI Brasil – EMBI Europa emergente, expresándola en tanto por cien de EMBI Europa emergente. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al mes “m” es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo mes. No hay disponibles datos de EMBI Brasil entre febrero y mayo de 2006. Para los modelos estimados con esta variable el periodo de estimación se extiende desde junio de 2006 hasta diciembre de 2013.
Fuentes	Crecimiento anual del PIB real en Brasil y en el conjunto de países emergentes y en desarrollo (datos trimestrales en % anualizado); Índice de Precios de Consumo para Brasil y para el conjunto de países Emergentes y en Desarrollo (datos mensuales del índice): <i>World Economic Outlook Database</i> (International Monetary Fund, n.d.). Índice Bovespa (datos diarios): Banco Central de Brasil (n.d.). Índice FTSE (datos diarios): Datastream (Thomson Reuters, n.d.). Indicador EMBI Brasil (datos mensuales): Banco Central de Reserva del Perú (n.d.). Indicadores EMBI Chile, EMBI América Latina, EMBI Asia y EMBI Europa Emergente (datos mensuales): Banco Central de Chile (n.d.).

1.8. Flujos brutos de capital hacia países emergentes excluyendo Brasil

Variable	Descripción
y_cart_eme1	Variación del pasivo exterior del agregado de países emergentes seleccionados (flujo bruto de entrada): flujo de cartera (% PIB anual del conjunto de economías seleccionadas). Países considerados: Chile, India, Indonesia, Malasia, México, Filipinas, Polonia, Federación Rusa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. El IMF ofrece datos trimestrales de Balanza de Pagos en USD corrientes. Se suman todos los flujos hacia todos los países para obtener el flujo total trimestral de inversión de cartera hacia ellos. Este dato se divide por el PIB anual agregado de todos los países considerados en USD corrientes, obtenido a partir de los datos de PIB anual en USD corrientes para cada país que ofrece el Banco Mundial. Se asocia el mismo dato trimestral a los tres meses que conforman el trimestre en cuestión.
y_otr_eme1	Variación del pasivo exterior del agregado de países emergentes seleccionados (flujo bruto de entrada): flujo computado en “otras inversiones” (% PIB anual del conjunto de economías seleccionadas). Países considerados: Chile, India, Indonesia, Malasia, México, Filipinas, Polonia, Federación Rusa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. El IMF ofrece datos trimestrales de Balanza de Pagos en USD corrientes. Se suman todos los flujos hacia todos los países para obtener el flujo total trimestral de otras inversiones hacia ellos. Este dato se divide por el PIB anual agregado de todos los países considerados en USD corrientes, obtenido a partir de los datos de PIB anual en USD corrientes para cada país que ofrece el Banco Mundial. Se asocia el mismo dato trimestral a los tres meses que conforman el trimestre en cuestión.
y_noied_eme1	Variación del pasivo exterior del agregado de países emergentes seleccionados (flujo bruto de entrada): flujo distinto de IED (% PIB anual del conjunto de economías seleccionadas). Se asume que la partida de derivados tiene poca relevancia y que por lo tanto el flujo bruto distinto de IED se puede aproximar razonablemente bien como la suma de la inversión de cartera y la partida de otras inversiones. Se construye esta variable agregando “y_cart_eme1” + “y_otr_eme1” (véanse las definiciones de “y_cart_eme1” y “y_otr_eme1”).
Fuentes	Flujos brutos entrantes de cartera y otras inversiones hacia los países seleccionados (datos trimestrales en USD corrientes): <i>Balance of Payments and International Investment Position Statistics</i> (International Monetary Fund, n.d.). PIB nominal de los países seleccionados (datos anuales en USD corrientes): <i>World Development Indicators Database</i> (World Bank, n.d.)

2. Perú

Todas las variables tienen frecuencia trimestral y toman valores entre el primer trimestre de 2003 y el cuarto trimestre de 2013, con la excepción de las variables de tipos de interés en las que se incluye la corrección por la cobertura de riesgo de cambio, “dti_fw_pen” y “dtir_fw_pen” que solo toman valores a partir del tercer trimestre de 2003 debido a la disponibilidad de datos de tipo de cambio a plazo.

2.1. Flujos brutos de entrada

Los datos de flujos brutos de entrada corresponden a variaciones del pasivo exterior de la economía de Perú. Se utilizan datos trimestrales como % del PIB anual que se

construyen tomando datos trimestrales de variaciones de pasivo exterior de la balanza de pagos en USD corrientes y dividiéndolos por el dato del PIB anual nominal en USD del año al que corresponde el trimestre cuyo flujo bruto se está calculando. Tanto los datos de la balanza de pagos como los datos del PIB anual corriente se toman de las estadísticas que publica el Banco Central de Reserva del Perú (n.d.).

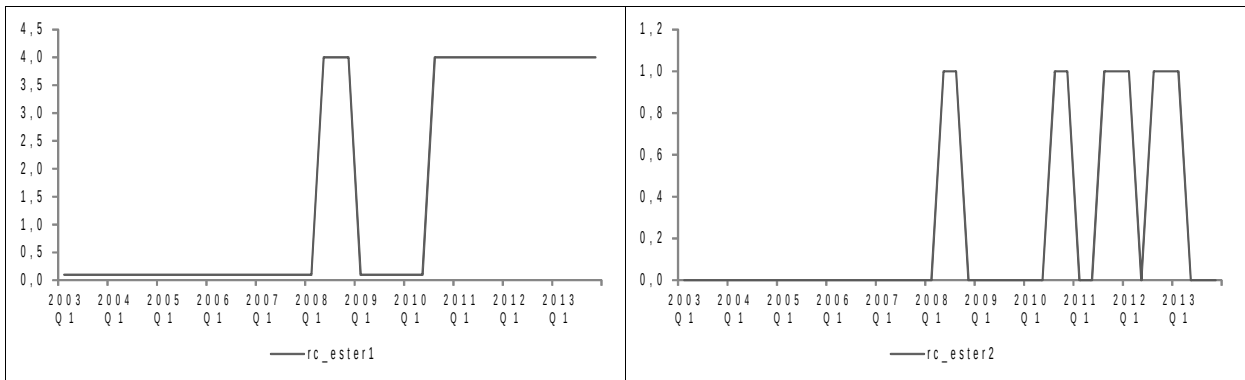
Variable	Descripción
y	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo total (% PIB anual)
y_noied	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo distinto de IED (% PIB anual)
y_cart	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de cartera hacia el sector privado (% PIB anual)
y_otr	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo total computado en "otras inversiones", resultado de agregar las variaciones de pasivo exterior en las siguientes partidas de balanza de pagos: préstamos de largo plazo del sector privado, flujos hacia el sector público de largo plazo y capitales de corto plazo (% PIB anual)
y_otr_lp	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de largo plazo computado en "otras inversiones" resultado de agregar las variaciones de pasivo exterior en las siguientes partidas de balanza de pagos: préstamos de largo plazo del sector privado y flujos hacia el sector público de largo plazo (% PIB anual)
y_otr_lp_priv	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de largo plazo dirigido a actores privados computado en "otras inversiones", coincidente con la variación de pasivo externo en la partida de balanza de pagos denominada préstamos de largo plazo del sector privado (% PIB anual)
y_otr_cp	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo total de corto plazo computado en "otras inversiones", que incluye las variaciones de pasivo externo en las siguientes partidas de la balanza de pagos: capitales de corto plazo hacia bancos, capitales de corto plazo hacia el Banco Central de Reserva del Perú, capitales de corto plazo hacia el Banco de la Nación, capitales de corto plazo hacia empresas financieras no bancarias y capitales de corto plazo hacia el sector no financiero (% PIB anual)
y_otr_cp_banc	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de corto plazo dirigido hacia bancos domésticos de Perú y computado en "otras inversiones" (% PIB anual)
y_otr_cp_bc	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de corto plazo dirigido hacia títulos emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú y computado en "otras inversiones" (% PIB anual)
y_otr_cp_rest o	Variación del pasivo exterior de la economía (flujo bruto de entrada): flujo de corto plazo computado en "otras inversiones" que no va dirigido ni a bancos comerciales ni al Banco Central de Reserva del Perú, y que por lo tanto incluye las variaciones de pasivo en las siguientes partidas de la balanza de pagos: capitales de corto plazo hacia el Banco de la Nación, capitales de corto plazo hacia empresas financieras no bancarias y capitales de corto plazo hacia el sector no financiero (% PIB anual)

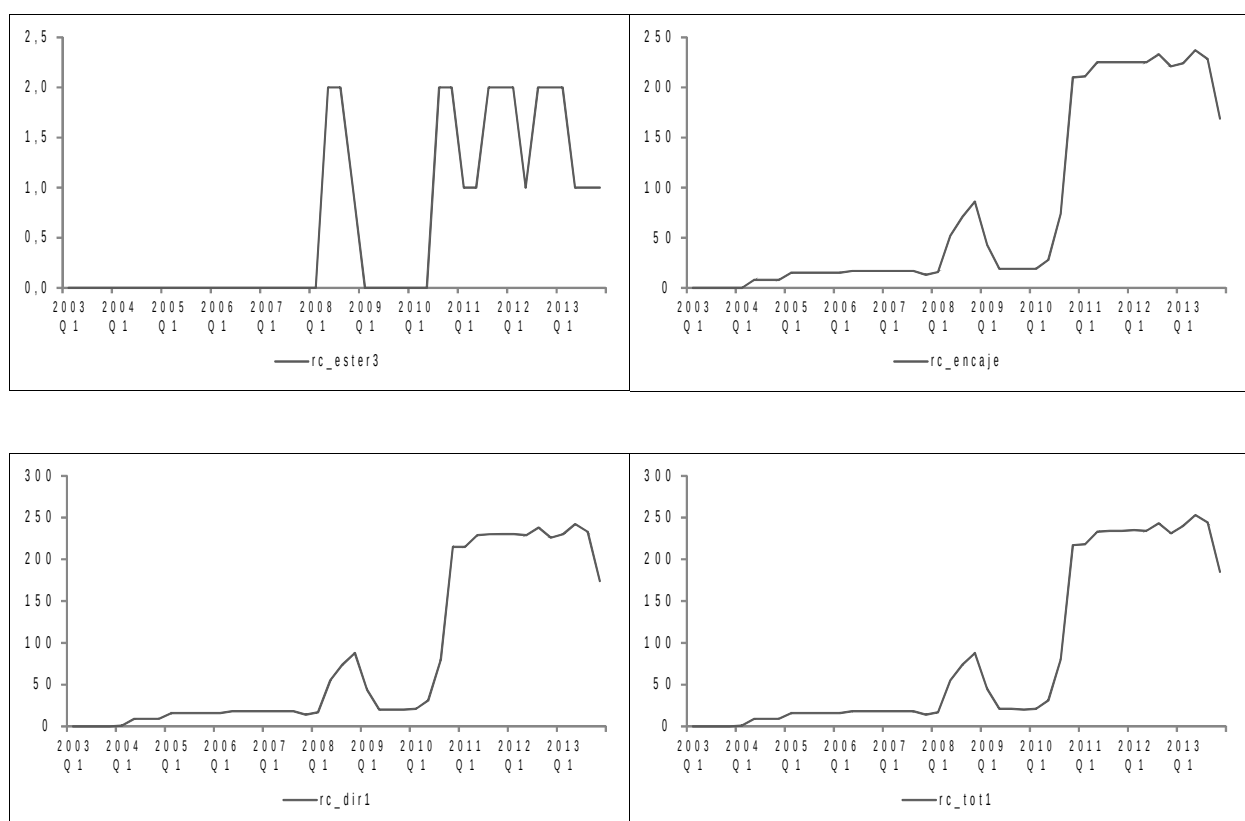
2.2. Regulación de flujos de capital

En el siguiente cuadro se especifica qué ámbitos de regulación se han tenido en cuenta para la construcción de cada índice y cómo se ha agregado la información de dichos ámbitos para construir el índice. El listado de las medidas concretas de regulación que se incluyen en cada uno de los ámbitos considerados se detallan en el Anexo II, así como las fuentes consultadas para la elaboración de dicho listado.

Variable	Descripción
rc_ester1	Índice de regulación de flujos de capital que computa un solo ámbito de regulación: la tasa administrativa aplicada por el Banco Central sobre la adquisición en el mercado secundario de títulos de esterilización del Banco Central. El valor del índice en el trimestre "t" coincide con el valor de la tasa el primer día del trimestre expresado en %.
rc_ester2	Índice de regulación de flujos de capital que computa un solo ámbito de regulación: la restricción de acceso a los títulos de esterilización del Banco Central que la propia entidad aplica a todos aquellos no autorizados a participar en el mercado primario de estos títulos, incluyéndose en este grupo todos los inversores extranjeros. El valor que toma el índice en el trimestre "t" será 0 si el primer día del trimestre el Banco Central está utilizando para la esterilización de liquidez títulos accesibles a los inversores

	extranjeros en el mercado secundario, y tomará valor 1 cuando la restricción está en vigor el primer día del trimestre y la esterilización se lleva a cabo con títulos no accesibles a los inversores extranjeros en el mercado secundario.
rc_ester3	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de los dos ámbitos de regulación que afectan al acceso por parte de inversores extranjeros a los títulos de esterilización del Banco Central: la restricción del acceso a dichos títulos y la tasa administrativa vigente para la adquisición de estos títulos en el mercado secundario cuando dicha adquisición es posible. El valor del índice en el trimestre "t" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos dos ámbitos (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2003 y el último día del trimestre "t-1".
rc_encaje	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de los 19 ámbitos de regulación en materia de requerimiento de reservas (encaje) que aplica el Banco Central sobre los pasivos bancarios con el exterior, ya sean en PEN o en USD. El valor del índice en el trimestre "t" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos 19 ámbitos (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2003 y el último día del trimestre "t-1".
rc_dir1	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de los 22 ámbitos de regulación que conforman en conjunto la regulación directa de capitales de Perú, porque afecta directamente a las transacciones computadas como flujos brutos de entrada en la balanza de pagos. De estos 22 ámbitos, 19 corresponden a la regulación de requerimiento de reservas (encaje) que el Banco Central aplica sobre los pasivos bancarios con el exterior, ya sean en PEN o en USD. Adicionalmente, la regulación directa incluye las medidas del Banco Central que afectan a la inversión por parte de extranjeros en títulos de esterilización del Banco Central (ya sea mediante una tasa administrativa o mediante la restricción de dicho acceso) así como la política impositiva del Gobierno sobre las rentas del capital de los inversores extranjeros. El valor del índice en el trimestre "t" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos 22 ámbitos de regulación (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2003 y el último día del trimestre "t-1".
rc_tot1	Índice de regulación de flujos de capital que computa la intensidad de los 28 ámbitos de regulación que conforman en conjunto la regulación de flujos de capital de Perú. Los 22 primeros ámbitos conforman la regulación directa, porque afecta directamente a las transacciones computadas como flujos brutos de entrada en la balanza de pagos, incluyendo: 19 ámbitos que corresponden a la regulación de requerimiento de reservas (encaje) que el Banco Central aplica sobre los pasivos bancarios con el exterior, ya sean en PEN o en USD, dos ámbitos que corresponden a las medidas del Banco Central que afectan a la inversión por parte de extranjeros en títulos de esterilización del Banco Central (ya sea mediante una tasa administrativa o mediante la restricción de dicho acceso) y, por último, un ámbito que alude a la política impositiva del Gobierno sobre las rentas del capital de los inversores extranjeros. Por su parte, los 6 ámbitos de la regulación indirecta incluidos en rc_tot1 son responsabilidad de la Superintendencia de Bancos, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS) e incluyen limitaciones en las operaciones cambiarias de bancos y fondos de pensiones. El valor del índice en el trimestre "t" se calcula agregando con ponderación igual los eventos de regulación en estos 28 ámbitos de regulación (computados como +1 (-1) cuando suponen endurecimiento (aligeramiento) de la regulación) entre el 1 de enero de 2003 y el último día del trimestre "t-1".





2.3. Tipos de interés

Variable	Descripción
exp_tc	Expectativa de variación del tipo de cambio nominal al contado del PEN frente al USD (%). Se basa en un modelo de expectativa adaptativa para el comportamiento del tipo de cambio, según el cual la expectativa asociada al trimestre "t" es igual a la variación en % del tipo de cambio expresado en PEN/USD a lo largo del trimestre "t-1", que se calcula como: $100 \times [tc(t) - tc(t-1)] / tc(t-1)$, donde $tc(t)$ es el tipo de cambio en PEN/USD el primer día del trimestre "t" y $tc(t-1)$ es el tipo de cambio en PEN/USD el primer día del trimestre "t-1". Un valor positivo (negativo) indica una expectativa de depreciación (apreciación) de PEN porque el tipo de cambio PEN/USD el primer día del trimestre "t" es mayor (menor) que el tipo de cambio el primer día del trimestre "t-1", lo que indica que el PEN se ha depreciado (apreciado) respecto al USD a lo largo del trimestre "t-1". Se toman datos diarios del tipo de cambio interbancario de venta.
dti_pen	Diferencial de tipos de interés nominales entre Perú y el exterior (%). Se calcula de la siguiente forma: Tasa interbancaria en moneda nacional de Perú (% anual) - Tipo de interés LIBOR USD a 3 meses (% anual). Los datos de los tipos interbancarios de Perú y de los tipos LIBOR USD son diarios y se asocia a cada trimestre el primer dato disponible para ese trimestre.
dti_fw_pen	Diferencial de tipos de interés nominales entre Perú y el exterior corregido por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (%). Se calcula de la siguiente forma: "dti_pen" (%) - prima <i>forward</i> a 1 mes PEN/USD (%) (véase la descripción de la variable "dti_pen"). La prima <i>forward</i> se calcula como $(F - e) / e$ siendo "F" y "e" los tipos <i>forward</i> a un mes y al contado respectivamente, ambos en PEN/USD. Una prima positiva indica venta a plazo a un tipo superior al contado, es decir, PEN depreciado a plazo frente al USD respecto a su precio al contado, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos accesible para el inversor que utiliza esta cobertura. Los tipos de cambio al contado y a plazo son datos diarios y se asocia a cada trimestre el primer dato disponible de ese trimestre. Los datos diarios de tipo de cambio <i>forward</i> solo están disponibles a partir del tercer trimestre de 2003, por lo que los modelos en los que aparece dti_fw_pen como regresora se estiman en el periodo 2003T3–2013T4.
dti_tc_pen	Diferencial de tipos de interés nominales entre Perú y el exterior corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio nominal al contado del PEN frente al USD (%). Se calcula de la siguiente forma: "dti_pen" - "exp_tc" (véanse las descripciones de las variables "dti_pen" y "exp_tc"). Un valor positivo de "exp_tc" quiere decir que la expectativa para el tipo de cambio es de depreciación del PEN frente al USD, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos nominales que percibiría el inversor.
dtir_pen	Diferencial de tipos de interés reales entre Perú y el exterior (%). Se calcula de la siguiente forma: Tasa interbancaria real en moneda nacional de Perú (% anual) - Tipo LIBOR USD real a 3 meses (% anual). Se corrigen los tipos de interés nominales con la inflación esperada, y como modelo de expectativa de inflación se asume una expectativa adaptativa según la cual la inflación esperada coincide con el dato más reciente conocido de la inflación pasada en la divisa correspondiente y el plazo adecuado al tipo de interés nominal de partida. Para construir el dato de la tasa interbancaria real en moneda doméstica de Perú en el trimestre "t" que empieza en el mes "m" se toma el primer dato diario disponible para ese trimestre que ofrece el Banco Central para el tipo de interés interbancario en moneda doméstica. La corrección por inflación se basa en el Índice de Precios del Consumidor de Lima, un índice cuya variación interanual es publicada mensualmente por el Banco Central. La corrección por la

	<p>inflación consiste en restar a la tasa interbancaria nominal el último dato que puede suponerse conocido por los inversores al inicio del mes "m" con el que se inicia el trimestre "t" de la variación interanual del Índice de Precios del Consumidor de Lima, que es el dato publicado a lo largo del mes "m-1" y que corresponde a la inflación interanual registrada al final del mes "m-2".</p> <p>Para construir el dato del tipo LIBOR USD a 3 meses real en el trimestre "t" que empieza en el mes "m" se parte del tipo LIBOR USD a 3 meses nominal, disponible en datos diarios. Se asocia al trimestre "t" el primer dato disponible de ese trimestre. Para la corrección por inflación hay que tener en cuenta que el tipo LIBOR USD nominal está anualizado pero su periodo de aplicación es un trimestre. La corrección por inflación consiste en restar cuatro veces la última inflación trimestral conocida al inicio del trimestre "t". Para calcular este dato se toman los valores mensuales del Índice de Precios del Consumidor de Estados Unidos correspondientes a los meses "m-5" y "m-2", con los que se obtiene el dato de inflación trimestral más moderno que puede suponerse conocido por los inversores al inicio del trimestre "t" que se inicia en el mes "m", un dato construido con la información de los precios publicada a lo largo del mes "m-1" y que en realidad informa de la inflación trimestral acumulada al final del mes "m-2".</p>
dtir_fw_pen	<p>Diferencial de tipos de interés reales entre Perú y el exterior corregido por el coste de la cobertura de riesgo de cambio (%). Se calcula de la siguiente forma: "dtir_pen" (%) - prima <i>forward</i> a 1 mes PEN/USD (%) (véase la descripción de la variable "dtir_pen"). La prima <i>forward</i> se calcula como (F-e)/e siendo "F" y "e" los tipos <i>forward</i> a un mes y al contado respectivamente, ambos en PEN/USD. Una prima positiva indica venta a plazo a un tipo superior al contado, es decir, PEN depreciado a plazo frente al USD respecto a su precio al contado, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos accesible para el inversor que utiliza esta cobertura. Los tipos de cambio al contado y a plazo son datos diarios y se asocia a cada trimestre el primer dato disponible de ese trimestre. Los datos diarios de tipo de cambio <i>forward</i> solo están disponibles a partir del tercer trimestre de 2003, por lo que los modelos en los que aparece dtir_fw_pen como regresora se estiman en el periodo 2003T3–2013T4.</p>
dtir_tc_pen	<p>Diferencial de tipos de interés reales entre Perú y el exterior corregido por la expectativa de variación del tipo de cambio nominal al contado del PEN frente al USD (%). Se calcula de la siguiente forma: "dtir_pen" – "exp_tc" (véanse las descripciones de las variables "dtir_pen" y "exp_tc"). Un valor positivo de "exp_tc" quiere decir que la expectativa para el tipo de cambio es de depreciación del PEN frente al USD, lo que corrige a la baja el diferencial de tipos reales que percibiría el inversor.</p>
dti_usd	<p>Diferencial de tipos de interés en USD entre Perú y el exterior (%). Se calcula de la siguiente forma: Tasa interbancaria en USD de Perú (% anual) - Tipo de interés LIBOR USD a 3 meses (% anual). Los datos de los tipos interbancarios en USD de Perú y de los tipos LIBOR USD son diarios y se asocia a cada trimestre el primer dato disponible para ese trimestre.</p>
Fuentes	<p>Tipo de cambio interbancario de venta del PEN frente al USD (datos diarios en PEN/USD) (para construir la variable "exp_tc"), tipo de interés LIBOR USD a 3 meses (datos diarios en % anual), tipos de interés interbancarios de Perú en PEN y en USD (datos diarios en % anual), Índice de Precios del Consumidor de Lima (datos mensuales de variación interanual en %): Banco Central de Reserva del Perú (n.d.).</p> <p>Tipo de cambio del PEN frente al USD al contado y <i>forward</i> a 1 mes (datos diarios en PEN/USD) (para el cálculo de la prima <i>forward</i> a un mes): Ecwin (Thomson Reuters, n.d.).</p> <p><i>Consumer Price Index</i> de Estados Unidos (datos mensuales del índice): <i>Consumer Price Index</i> (Bureau of Labor Statistics, n.d.).</p>

2.4. Riesgo

Variable	Descripción
embi_p	<p>Indicador EMBI Perú (puntos básicos). El EMBI es el <i>Emerging Markets Bonds Index</i> elaborado por JP Morgan, que representa el diferencial de rentabilidad con la que se están negociando en el mercado secundario internacional los títulos de deuda emitidos en USD por los países emergentes en comparación con la rentabilidad que ofrecen los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados libres de riesgo. El indicador EMBI Perú informa específicamente de las rentabilidades de los títulos negociados emitidos por entidades peruanas. Los datos tienen frecuencia diaria y los proporciona el Banco Central de Reserva del Perú (n.d.)(s. f.). Se asigna al trimestre "t" el primer dato diario disponible para dicho trimestre. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato que se asocia al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.</p>
embi_al	<p>Indicador EMBI América Latina (puntos básicos): informa específicamente de las rentabilidades de los títulos negociados emitidos por entidades de América Latina (véase la descripción de la variable "embi_p" para una explicación genérica del indicador EMBI). Los datos tienen frecuencia original diaria, pero no están disponibles públicamente. Los datos utilizados en el análisis son de frecuencia mensual y han sido obtenidos del Banco Central de Chile (n.d.), asociándose a cada trimestre el primer dato mensual disponible para dicho trimestre. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato que se asocia al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.</p>
embi_g	<p>Indicador EMBI global (puntos básicos): informa de las rentabilidades de todos los títulos negociados emitidos por entidades de países emergentes (véase la descripción de la variable "embi_p" para una explicación genérica del indicador EMBI). Los datos tienen frecuencia original diaria, pero no están disponibles públicamente. Los datos utilizados en el análisis son de frecuencia mensual y han sido obtenidos del Banco Central de Chile (n.d.), asociándose a cada trimestre el primer dato mensual disponible para dicho trimestre. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato que se asocia al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.</p>
vix	<p>Indicador de volatilidad VIX. El VIX es el <i>Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index</i>, que se calcula a partir de las volatilidades en los precios negociados en el mercado de opciones de Chicago para las opciones sobre los títulos incluidos en el Índice <i>Standard & Poor's 500</i>. Se obtienen datos diarios de apertura del índice VIX del <i>Chicago Board Options Exchange</i> (n.d.), y se asocia a cada trimestre el primer dato diario disponible para ese trimestre.</p>

2.5. Atractivo para el inversor del país receptor

Variable	Descripción
pib_r	Crecimiento anual del PIB real de Perú (%). Se trata de la última estimación que razonablemente se puede suponer conocida al inicio de cada trimestre para el crecimiento del PIB real acumulado en los últimos doce meses. El Banco Central de Perú calcula, a partir de un índice de actividad estimado mensualmente, un indicador de frecuencia trimestral de la variación interanual de la producción real. Se asocia al trimestre "t" el dato más moderno que puede suponerse conocido por los inversores el primer día del trimestre, que corresponde a la estimación de la variación del PIB real acumulado en 12 meses al final del trimestre "t-2", un dato que se publica 8 semanas después de que concluya dicho trimestre, es decir, durante el trimestre "t-1".
bcc	Balanza por cuenta corriente trimestral de Perú (% del PIB anual), siendo un valor negativo indicativo de déficit corriente. Al trimestre "t" se le asocia el dato más reciente de la balanza por cuenta corriente trimestral disponible al inicio del trimestre "t", que corresponde al trimestre "t-2" y se ha publicado a lo largo del trimestre "t-1". Este dato se expresa en % del PIB nominal anual, tomando el dato de PIB corriente más reciente disponible en el trimestre "t". Hay que tener en cuenta que el dato del PIB nominal del año "a-1" se publica 8 semanas después de que concluya el año, es decir, a final de febrero del año "a". Por lo tanto, para los meses de enero y febrero del año "a" el dato de PIB nominal más moderno disponible corresponde al año "a-2".
ipc	Variación del índice de precios en Perú (variación interanual en %). El Banco Central de Perú ofrece la variación interanual del Índice de Precios del Consumidor de Lima con periodicidad mensual. Se asocia al trimestre que empieza en el mes "m" el último valor conocido de este índice el primer día del trimestre, que corresponde a la variación interanual del IPC al final del mes "m-2", un dato que se ha publicado a lo largo del mes "m-1".
cobre_0	Precio del cobre en el mercado internacional (USD/TM). Se dispone de datos diarios y se asigna a cada trimestre el primer dato disponible para ese trimestre. Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato asignado al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.
cobre_1	Precio del cobre en el mercado internacional (% de variación en el trimestre anterior). Se dispone de datos diarios y el valor de "cobre_1" para el trimestre "t" se calcula como el incremento del precio del cobre entre el primer día con información disponible del trimestre "t-1" y el primer día con información disponible del trimestre "t", expresado como % del precio del primer día con información disponible del trimestre "t-1".
Fuentes	Variación interanual del PIB real (datos trimestrales en % interanual), balanza por cuenta corriente de Perú (datos trimestrales en USD corrientes), PIB corriente de Perú (datos anuales en USD corrientes), Índice de Precios del Consumidor de Lima (datos mensuales de la variación interanual en %): Banco Central de Reserva del Perú (n.d.). Precio del cobre en los mercados internacionales (datos diarios en USD/TM): Datastream (Thomson Reuters, n.d.).

2.6. Atractivo para el inversor de los países emergentes

Variable	Descripción
pib_eme	Crecimiento interanual del PIB real en el conjunto de países emergentes y en desarrollo (%). Se obtienen datos trimestrales en % anualizado de <i>World Economic Outlook Database (International Monetary Fund, n.d.)</i> . A cada trimestre "t" se le asocia el dato más reciente que es razonable pensar que los inversores conozcan el primer día del trimestre, que corresponde al trimestre "t-2".
FTSE	Indicador bursátil FTSE (<i>Financial Times Stock Exchange Emerging Latin America Index</i> (% crecimiento trimestral). Este índice es construido por Financial Times y comprende datos de los títulos más relevantes negociados en los mercados bursátiles de países emergentes de América Latina. Se obtienen datos diarios de <i>Datastream</i> (Thomson Reuters, n.d.) y se asigna al trimestre "t" el incremento relativo del índice FTSE a lo largo del último trimestre, calculado como la diferencia entre el valor del índice FTSE el primer día del trimestre "t" y el valor del índice FTSE el primer día del trimestre "t-1", expresada en % del valor del índice FTSE en el primer día del trimestre "t-1".

2.7. Atractivo para el inversor del país receptor en comparación con los países emergentes

Variable	Descripción
pib_per_eme	Diferencia en el crecimiento anual del PIB real en Perú y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%). Se toman como punto de partida datos trimestrales en % anualizado del ritmo de crecimiento del PIB real en Perú y en el conjunto de países emergentes y en desarrollo. Al trimestre "t" se le asocia el dato más reciente que es razonable pensar que los inversores conozcan el primer día del trimestre, que corresponde a la diferencia (crecimiento PIB Perú – crecimiento PIB emerg) para el trimestre "t-2".
ipc_per_eme	Diferencia en el crecimiento interanual de los precios en Perú y en el conjunto de los países emergentes y en desarrollo (%). Se toman como punto de partida datos mensuales del Índice de Precios de Consumo para Perú y para el conjunto de países Emergentes y en Desarrollo. En el caso de Perú, para un mes "m" de un año "a" se calcula la variación interanual de este

	índice como el incremento relativo del índice entre el mes "m" del año "a-1" y el mes "m" del año "a". Se realiza la misma operación para el índice de precios del conjunto de países emergentes y en desarrollo. Se calcula, para cada mes, el diferencial de crecimiento interanual de los precios como IPC Perú - IPC Emergentes. Por último, el dato de crecimiento diferencial de los precios que se identifica con un trimestre "t" que empieza en el mes "m" es el más reciente que se puede suponer conocido por los inversores el primer día del mes "m", que se ha calculado con la información conocida a lo largo del mes "m-1" y que informa realmente de la diferencia en el incremento interanual de precios al final del mes "m-2".
embi_per_glo	Diferencia entre EMBI Perú y EMBI global (% de EMBI Global). Se toman datos diarios de EMBI Perú y se asigna a cada trimestre el primer dato diario disponible para ese trimestre. Se toman datos mensuales de EMBI Global y se asigna a cada trimestre el primer dato mensual disponible para ese trimestre. Por último, la variable embi_per_glo toma en un trimestre "t" el valor resultante de calcular la diferencia EMBI Perú (trimestre "t") – EMBI Global (trimestre "t"), expresada en tanto por cien de EMBI Global (trimestre "t"). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.
embi_per_chi	Diferencia entre EMBI Perú y EMBI Chile (% de EMBI Chile). Se toman datos diarios de EMBI Perú y se asigna a cada trimestre el primer dato diario disponible para ese trimestre. Se toman datos mensuales de EMBI Chile y se asigna a cada trimestre el primer dato mensual disponible para ese trimestre. Por último, la variable embi_per_chi toma en un trimestre "t" el valor resultante de calcular la diferencia EMBI Perú (trimestre "t") – EMBI Chile (trimestre "t"), expresada en tanto por cien de EMBI Chile (trimestre "t"). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.
embi_per_al	Diferencia entre EMBI Perú y EMBI América Latina (% de EMBI América Latina). Se toman datos diarios de EMBI Perú y se asigna a cada trimestre el primer dato diario disponible para ese trimestre. Se toman datos mensuales de EMBI América Latina y se asigna a cada trimestre el primer dato mensual disponible para ese trimestre. Por último, la variable embi_per_al toma en un trimestre "t" el valor resultante de calcular la diferencia EMBI Perú (trimestre "t") – EMBI América Latina (trimestre "t"), expresada en tanto por cien de EMBI América Latina (trimestre "t"). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.
embi_per_as	Diferencia entre EMBI Perú y EMBI Asia (% de EMBI Asia). Se toman datos diarios de EMBI Perú y se asigna a cada trimestre el primer dato diario disponible para ese trimestre. Se toman datos mensuales de EMBI Asia y se asigna a cada trimestre el primer dato mensual disponible para ese trimestre. Por último, la variable embi_per_as toma en un trimestre "t" el valor resultante de calcular la diferencia EMBI Perú (trimestre "t") – EMBI Asia (trimestre "t"), expresada en tanto por cien de EMBI Asia (trimestre "t"). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.
embi_per_eu	Diferencia entre EMBI Perú y EMBI Europa emergente (% de EMBI Europa emergente). Se toman datos diarios de EMBI Perú y se asigna a cada trimestre el primer dato diario disponible para ese trimestre. Se toman datos mensuales de EMBI Europa emergente y se asigna a cada trimestre el primer dato mensual disponible para ese trimestre. Por último, la variable embi_per_eu toma en un trimestre "t" el valor resultante de calcular la diferencia EMBI Perú (trimestre "t") – EMBI Europa emergente (trimestre "t"), expresada en tanto por cien de EMBI Europa Emergente (trimestre "t"). Al tratarse de datos que son ofrecidos diariamente a los inversores por las principales plataformas de información financiera, puede suponerse que el dato correspondiente al trimestre "t" es representativo de la información que los inversores tienen durante ese mismo trimestre.
Fuentes	Crecimiento anual del PIB real en Perú y en el conjunto de países emergentes y en desarrollo (datos trimestrales en % anualizado); índice de Precios de Consumo para Perú y para el conjunto de países Emergentes y en Desarrollo (datos mensuales del índice): <i>World Economic Outlook Database</i> (International Monetary Fund, n.d.). Indicador EMBI Perú (datos diarios): (Banco Central de Reserva del Perú, n.d.). Indicadores EMBI Chile, América Latina, Asia y Europa Emergente (datos mensuales): (Banco Central de Chile, n.d.).

2.8. Flujos brutos de capital hacia países emergentes excluyendo Perú

Variable	Descripción
y_cart_eme2	Variación del pasivo exterior del agregado de países emergentes seleccionados (flujo bruto de entrada): flujo de cartera (% PIB anual del conjunto de economías seleccionadas). Países considerados: Brasil, Chile, India, Indonesia, Malasia, México, Filipinas, Polonia, Federación Rusa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. El IMF ofrece datos trimestrales de Balanza de Pagos en USD corrientes. Se suman todos los flujos hacia todos los países para obtener el flujo total trimestral de inversión de cartera hacia ellos. Este dato se divide por el PIB anual agregado de todos los países considerados en USD corrientes, obtenido a partir de los datos de PIB anual en USD corrientes para cada país que ofrece el Banco Mundial. Los datos trimestrales de Balanza de Pagos solamente están disponibles a partir de 2005-T1, por lo que los modelos en los que aparece la variable "y_cart_eme2" se estiman en el periodo 2005T1–2013T4.
y_otr_eme2	Variación del pasivo exterior del agregado de países emergentes seleccionados (flujo bruto de entrada): flujo computado en "otras inversiones" (% PIB anual del conjunto de economías seleccionadas). Países considerados: Brasil, Chile, India, Indonesia, Malasia, México, Filipinas, Polonia, Federación Rusa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. El IMF ofrece datos trimestrales de Balanza de Pagos en USD corrientes. Se suman todos los flujos hacia todos los países para obtener el flujo total trimestral de Otras Inversiones hacia ellos. Este dato se divide por el PIB anual agregado de todos los países considerados en USD corrientes, obtenido a partir de los datos de PIB anual en USD corrientes para cada país que ofrece el Banco Mundial. Los datos trimestrales de Balanza de Pagos solamente están disponibles a partir de 2005-T1, por lo que los modelos en los que aparece la variable "y_otr_eme2" se estiman en el periodo 2005T1–2013T4.

y_noied_eme2	Variación del pasivo exterior del agregado de países emergentes seleccionados (flujo bruto de entrada): flujo distinto de IED (% PIB anual del conjunto de economías seleccionadas). Se asume que la partida de derivados tiene poca relevancia y que por lo tanto el flujo bruto distinto de IED se puede aproximar razonablemente bien como la suma de la inversión de cartera y la partida de otras inversiones. Se construye esta variable agregando "y_cart_eme2" + "y_otr_eme2" (véanse las definiciones de "y_cart_eme2" y "y_otr_eme2"). Los datos trimestrales de Balanza de Pagos necesarios para la construcción de "y_cart_eme2" y "y_otr_eme2" solamente están disponibles a partir de 2005-T1, por lo que los modelos en los que aparece la variable "y_noied_eme2" se estiman en el periodo 2005T1–2013T4.
Fuentes	Flujos brutos entrantes de cartera y otras inversiones hacia los países seleccionados (datos trimestrales en USD corrientes): <i>Balance of Payments and International Investment Position Statistics</i> (International Monetary Fund, s. f.). PIB nominal de los países seleccionados (datos anuales en USD corrientes): <i>World Development Indicators Database</i> (World Bank, s. f.)

ANEXO VI. ANÁLISIS ECONOMÉTRICO: MODELOS ESTIMADOS

A continuación se ofrecen tabulados los principales resultados de los modelos econométricos estimados para el análisis de la eficacia de la regulación de capitales de Brasil y Perú. La información que se proporciona de cada uno de los modelos estimados contiene en primer lugar la especificación ARIMA $(p,d,q) \times (P,D,Q)$ del término de error del modelo, siendo “p” el orden del término autorregresivo, “d” el número de diferencias regulares, “q” el orden del término de media móvil, y los parámetros “P”, “D” y “Q” los análogos respecto a la estructura estacional del error. Se indica en segundo lugar el periodo de estimación y el número de observaciones, y en tercer lugar el coeficiente estimado para cada variable explicativa junto con su desviación típica estimada entre paréntesis y el nivel de significatividad con el que se rechaza la hipótesis nula de que el valor del coeficiente del modelo sea realmente cero mediante los símbolos “*”, “**” o “***”, que corresponden a un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1% respectivamente.

En cuarto lugar se ofrece el diagnóstico de los contrastes de hipótesis respecto a los residuos de los modelos. Para contrastar la hipótesis nula de normalidad se utiliza el test Chi-cuadrado y para contrastar las hipótesis nulas de ausencia de heterocedasticidad y ausencia de autocorrelación se utiliza el test del multiplicador de Lagrange. En cuanto a las hipótesis de normalidad y ausencia de heterocedasticidad, si el p-valor del estadístico de contraste es superior a 0,1 se considera que no se rechaza la hipótesis nula; si el p-valor está comprendido entre 0,05 y 0,1 se considera que la hipótesis se rechaza con un nivel de significatividad del 10%; si el p-valor está comprendido entre 0,01 y 0,05 se considera que la hipótesis se rechaza con un nivel de significatividad del 5%; por último, si el p-valor es inferior a 0,01 se considera que la hipótesis se rechaza con un nivel de significatividad del 1%. En ninguno de los modelos estimados se rechaza la hipótesis de ausencia de autocorrelación en los residuos, porque la metodología de construcción de modelos asegura que no hay estructura de correlación en dichos residuos más allá de la introducida en el modelo ARIMA como estructura del error.

En quinto y último lugar las tablas de resultados ofrecen los valores numéricos de los criterios de Schwarz, Akaike, Desviación Típica de las Innovaciones y Hannan-Quinn, que son la base de la competencia de los modelos considerados a efectos de diagnosticar la intensidad de los indicios de eficacia detectados para las variables de regulación de capitales. Todos los modelos han sido estimados con el programa

econométrico *Gretl*, versión 1.9.91 para Mac Os X, entre marzo y julio de 2015.

Tabla 1. Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y”

V.d.: y	Mod Brasil 1	Mod Brasil 2	Mod Brasil 3	Mod Brasil 4	Mod Brasil 5
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(1,0,0) x (0,0,0)	(1,0,0) x (0,0,0)	(1,0,0) x (0,0,0)	(1,0,0) x (0,0,0)	(1,0,0) x (0,0,0)
	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)
rc_dir1	-0,0131197* (0,00679072)				
rc_tot1	-0,00912777* (0,00471539)				
rc_cart2	-0,0263577* (0,0144857)				
rc_rf2	-0,0377294** (0,0185871)				
exp_tc	-0,0114018** (0,00527290)	-0,0107923** (0,00535938)	-0,0105001* (0,00537740)	-0,0104797* (0,00538821)	-0,0103359* (0,00537958)
vix	-0,00876807*** (0,00320966)	-0,00877306*** (0,00325516)	-0,00929016*** (0,00329442)	-0,00928028*** (0,00335048)	-0,00978227*** (0,00334357)
Bovespa0	0,00949225*** (0,00160584)	0,0134173*** (0,00178749)	0,0132243*** (0,00172495)	0,0133394*** (0,00182211)	0,0136599*** (0,00182757)
pib_r	0,0233535** (0,0109003)				
Criterios de comparación de modelos					
Schwarz	52,65546	53,45186	53,44924	53,76192	53,06564
d.T. Innovac	0,275895	0,277038	0,277035	0,277474	0,276481
Akaike	37,26937	38,06577	38,06315	38,37583	37,67955
Hannan-Quinn	43,48868	44,28507	44,28246	44,59514	43,89886
Contrastes de los residuos					
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	Rechaza al 1%	Rechaza al 5%	Rechaza al 5%	Rechaza al 10%	Rechaza al 5%
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 2. Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_noied”

V.d.: y_noied	Mod Brasil 6	Mod Brasil 7	Mod Brasil 8	Mod Brasil 9	Mod Brasil 10	Mod Brasil 11
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(7,0,0) x (0,1,1)	(7,0,0) x (0,1,1)	(7,0,0) x (0,1,1)	(7,0,0) x (0,1,1)	(7,0,0) x (0,1,1)	(7,0,0) x (0,1,1)
	79 obs (2007:06-2013:12)	79 obs (2007:06-2013:12)	79 obs (2007:06-2013:12)	79 obs (2007:06-2013:12)	79 obs (2007:06-2013:12)	79 obs (2007:06-2013:12)
rc_dir1	-0,0218582*** (0,00818717)					
rc_tot1				-0,0142403*** (0,00532582)	-0,0142428*** (0,00531232)	
rc_cart1						-0,0104976* (0,00617757)
dtir	0,0128506** (0,00579217)				0,00930348* (0,00548985)	
dtir_tc	0,0130795*** (0,00321331)		0,0104530*** (0,00321477)	0,00994196*** (0,00334449)	0,0110455*** (0,00335458)	
exp_tc	-0,0131858*** (0,00386072)				-0,0102678** (0,00403524)	
embi_b	-0,00203755*** (0,000434095)	-0,00203324*** (0,000426641)	-0,00238328*** (0,000409430)	-0,00238811*** (0,000413813)	-0,00240105*** (0,000419638)	-0,00236530*** (0,000453857)
Criterios de comparación de modelos						
Schwarz	36,88298	32,51576	30,28146	30,48931	34,83835	33,97497
d.T. Innovac	0,244766	0,244782	0,235015	0,235417	0,235332	0,239985
Akaike	20,29685	18,29907	13,69533	13,90318	15,88277	17,38883
Hannan-Quinn	26,94176	23,99471	20,34024	20,54809	23,47696	24,03375
Contrastes de los residuos						
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

V.d.: y_noied	Mod Brasil 12	Mod Brasil 13	Mod Brasil 14	Mod Brasil 15	Mod Brasil 16
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(7,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(7,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(7,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(7,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(7,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)
rc_cart2	-0,0305224** (0,01369)	-0,0310788** (0,0138904)			
rc_rf1			-0,0190010** (0,00940014)	-0,0189976** (0,00939564)	
rc_rf2					-0,0556566*** (0,0206006)
dtir		0,0114175** (0,00556153)		0,0102972* (0,00570786)	
dtir_tc	0,0102520*** (0,00337491)		0,0105969*** (0,00336839)		0,00966577*** (0,00338720)
exp_tc		-0,00961418** (0,00412147)		-0,0107399*** (0,00399084)	
embi_b	-0,00247818*** (0,000449653)	-0,00246280*** (0,000452591)	-0,00244022*** (0,000452436)	-0,00244593*** (0,000458728)	-0,00257300*** (0,000442329)
Criterios de comparación de modelos					
Schwarz	32,15237	36,45417	32,88345	37,24875	30,40151
d.T. Innovac	0,236885	0,236855	0,238292	0,238266	0,234062
Akaike	15,56623	17,49859	16,29732	18,29317	13,81537
Hannan-Quinn	22,21114	25,09277	22,94223	25,88736	20,46028
Contrastes de los residuos					
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 3. Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart”

V.d.: y_cart	Mod Brasil 17	Mod Brasil 18	Mod Brasil 19	Mod Brasil 20	Mod Brasil 21
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(5,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)
rc_dir1	-0,0166826*** (0,00498181)				
rc_tot1	-0,0129696*** (0,00307743)				
dti_tc	0,0128905*** (0,00292643)	0,0130317*** (0,00277583)			0,0126489*** (0,00237814)
dtir	0,00874438** (0,00443667)				
exp_tc	-0,0162536*** (0,00318197)			-0,0132085*** (0,00304779)	
embi_b	-0,000976763*** (0,000358027)	-0,000883093*** (0,000323837)	-0,00133171*** (0,000274450)	-0,00153163*** (0,000256503)	-0,00131366*** (0,000176093)
bovespa3	0,00408538** (0,00159816)	0,00315237** (0,00136272)			0,00450810*** (0,00114996)
Criterios de comparación de modelos					
Schwarz	-21,31597	-20,79266	-27,75493	-30,71828	-30,16521
d,T, Innovac	0,170258	0,175390	0,165850	0,167123	0,158602
Akaike	-37,90210	-35,00934	-44,34107	-44,93497	-49,12079
Hannan-Quinn	-31,25719	-29,31370	-37,69615	-39,23933	-41,52660
Contrastes de los residuos					
Normalidad	Rechaza al 10%	Rechaza al 1%	Rechaza al 10%	Rechaza al 10%	Rechaza al 10%
Ausencia heteroced,	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

V.d.: y_cart	Mod Brasil 22	Mod Brasil 23	Mod Brasil 24	Mod Brasil 25	Mod Brasil 26
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)	(2,0,0) x (0,1,1) 79 obs (2007:06-2013:12)
rc_cart1	-0,0165115*** (0,00565237)				
rc_cart2		-0,0436785*** (0,0128537)			
rc_rf1			-0,0194939*** (0,00632942)	-0,0195991*** (0,00703246)	
rc_rf2					-0,0495732*** (0,0130589)
dti_tc	0,0110878*** (0,00288268)	0,0102432*** (0,00286792)		0,0121213*** (0,00278136)	0,0123394*** (0,00275675)
exp_tc			-0,0138987*** (0,00309684)		
embi_b	-0,00174189*** (0,000397414)	-0,00185483*** (0,000378844)	-0,00158052*** (0,000300955)	-0,00145837*** (0,000356279)	-0,00152962*** (0,000289592)
bovespa3				0,00274813* (0,00156318)	0,00265700* (0,00137793)
Criterios de comparación de modelos					
Schwarz	-25,36166	-28,85201	-25,89550	-24,43020	-30,58183
d.T. Innovac	0,166783	0,163285	0,172217	0,163910	0,162719
Akaike	-41,94780	-45,43815	-40,11218	-43,38578	-47,16797
Hannan-Quinn	-35,30288	-38,79323	-34,41654	-35,79160	-40,52306
Contrastes de los residuos					
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza	Rechaza al 10%	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 4. Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart_acc”

V.d.: y_cart_acc	Mod Brasil 27	Mod Brasil 28	Mod Brasil 29	Mod Brasil 30
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,0,0) x (1,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)	(0,0,0) x (1,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)
	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)
rc_dir1	-0,00797935** (0,00351467)			
rc_tot1	-0,00599116*** (0,00201675)			
rc_cart1	-0,00575290* (0,00331829)			
exp_tc	-0,0123727*** (0,00282733)	-0,0122072*** (0,00269387)	-0,0127886*** (0,00262842)	-0,0126196*** (0,00269653)
bovespa0		0,00259698*** (0,000635420)	0,00245902*** (0,000473938)	0,00202511*** (0,000520721)
pib_r	0,0145891*** (0,00326913)			
Criterios de comparación de modelos				
Schwarz	-83,74622	-78,46657	-82,75219	-76,59946
d.T. Innovac	0,138192	0,138695	0,138845	0,140069
Akaike	-96,56796	-93,85266	-95,57393	-91,98555
Hannan-Quinn	-91,38520	-87,63336	-90,39117	-85,76625
Contrastes de los residuos				
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

V.d.: y_cart_acc	Mod Brasil 31	Mod Brasil 32	Mod Brasil 33
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,0,0) x (1,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)
	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)
rc_cart2	-0,0155111** (0,00699334)		
rc_rf1	-0,0100385** (0,00486934)		
rc_rf2	-0,0225994** (0,00920911)		
exp_tc	-0,0121204*** (0,00270011)	-0,0125557*** (0,00267917)	-0,0121296*** (0,00268031)
bovespa0	0,00242195*** (0,000586971)	0,00214517*** (0,000518269)	0,00252362*** (0,000582638)
Criterios de comparación de modelos			
Schwarz	-78,43994	-77,76020	-79,33839
d.T. Innovac	0,138726	0,139232	0,138076
Akaike	-93,82603	-93,14629	-94,72447
Hannan-Quinn	-87,60672	-86,92698	-88,50517
Contrastes de los residuos			
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 5. Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart_rf”

V.d.: Y_cart_rf	Mod Brasil 34	Mod Brasil 35	Mod Brasil 36	Mod Brasil 37	Mod Brasil 38	Mod Brasil 39
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(1,1,2) x (0,0,0) 90 obs (2006:07-2013:12)	(1,1,2) x (0,0,0) 90 obs (2006:07-2013:12)	(1,1,2) x (0,0,0) 90 obs (2006:07-2013:12)	(1,1,2) x (0,0,0) 90 obs (2006:07-2013:12)	(1,1,2) x (0,0,0) 90 obs (2006:07-2013:12)	(1,1,0) x (0,0,0) 90 obs (2006:07-2013:12)
rc_dir1	-0,0126759* (0,00717606)					
rc_cart2	-0,0195679* (0,0103227)					
rc_rf1	-0,0109808* (0,00659570)					
rc_rf2	-0,0356715** (0,0181948)					
exp_tc	-0,00314135* (0,00181523)					
embi_b	-0,000838415*** (0,000286361)	-0,000625687** (0,000310671)	-0,000915624*** (0,000282229)	-0,000940914*** (0,000290655)	-0,000948735*** (0,000274471)	-0,000831358** (0,000342325)
Criterios de comparación de modelos						
Schwarz	-135,1613	-133,4700	-133,6923	-134,1846	-133,3425	-135,7464
d.T. Innovac	0,103151	0,101567	0,101418	0,101166	0,101577	0,102933
Akaike	-145,1605	-145,9690	-146,1913	-146,6837	-145,8416	-145,7456
Hannan-Quinn	-141,1283	-140,9287	-141,1510	-141,6433	-140,8012	-141,7133
Contrastes de los residuos						
Normalidad	Rechaza al 5%	Rechaza al 5%	Rechaza al 10%	Rechaza al 10%	Rechaza al 5%	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 6 (I). Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart_rf_lp”

V.d.: Y_cart_rf_lp	Mod Brasil 40	Mod Brasil 41	Mod Brasil 42	Mod Brasil 43
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(5,0,0) x (0,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)	(5,0,0) x (0,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)	(5,0,0) x (0,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)	(5,0,0) x (0,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)
rc_dir1	-0,00242754* (0,00129087)			
rc_tot1	-0,00158623* (0,000873580)			
rc_cart1	-0,00260274* (0,00143767)			
dtir_tc	0,00189350* (0,00109298)			
embi_al	-0,000112531* (6,27699e-05)			
embi_b	-0,000251989*** (8,69603e-05)	-0,000251656*** (8,72564e-05)	-0,000270880*** (9,15489e-05)	
bovespa0	0,00160327*** (0,000460631)	0,00238216*** (0,000449583)	0,00228858*** (0,000423419)	0,00236592*** (0,000451488)
Criterios de comparación de modelos				
Schwarz	-182,2429	-179,7795	-179,5503	-179,5668
d.T. Innovac	0,076367	0,075473	0,075567	0,075576
Akaike	-197,3080	-197,3555	-197,1263	-197,1428
Hannan-Quinn	-191,2302	-190,2647	-190,0355	-190,0520
Contrastes de los residuos				
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 6 (II). Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart_rf_lp”

V.d.: Y_cart_rf_lp	Mod Brasil 44	Mod Brasil 45	Mod Brasil 46
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(5,0,0) x (0,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)	(5,0,0) x (0,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)	(5,0,0) x (0,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)
rc_cart2	-0,00561577* (0,00291735)		
rc_rf1		-0,00447372** (0,00207811)	
rc_rf2			-0,00681129* (0,00363093)
embi_b	-0,000277984*** (9,27740e-05)	-0,000282646*** -8,93E-005	-0,000268312*** (9,13426e-05)
bovespa0	0,00247543*** (0,000480372)	0,00246499*** (0,000444420)	0,00240571*** (0,000461856)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>			
Schwarz	-180,0347	-180,7120	-179,8626
d.T. Innovac	0,075377	0,075085	0,075448
Akaike	-197,6107	-198,2880	-197,4387
Hannan-Quinn	-190,5199	-191,1972	-190,3478
<i>Contrastes de los residuos</i>			
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 7 (I). Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart_rf_cp”

V.d.: Y_cart_rf_cp	Mod Brasil 47	Mod Brasil 48	Mod Brasil 49	Mod Brasil 50	Mod Brasil 51
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(6,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)	(6,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)	(6,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)	(6,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)	(6,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)
rc_dir1			-0,00286416** (0,00131088)		
rc_tot1				-0,00153727* (0,000926007)	
rc_cart1					-0,00233091** (0,00112900)
dtir	0,00211526*** (0,000806306)				
dtir_fw		0,00254754*** (0,000845113)			
embi_al	-0,000117790*** (3,55027e-05)			-0,000139784*** (3,69130e-05)	-0,000153282*** (3,64846e-05)
embi_g			-0,000139284*** (3,77247e-05)		
bovespa0			0,00137259*** (0,000293597)	0,00131841*** (0,000292150)	0,00137192*** (0,000290448)
pib_eme	0,00617983*** (0,00218562)				
<i>Criterios de comparación de modelos</i>					
Schwarz	-315,8733	-316,4381	-316,1715	-315,1882	-316,5792
d.T. Innovac	0,040330	0,042167	0,040294	0,040494	0,040204
Akaike	-331,2594	-326,6955	-331,5576	-330,5743	-331,9653
Hannan-Quinn	-325,0400	-322,5493	-325,3383	-324,3550	-325,7459
<i>Contrastes de los residuos</i>					
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 7 (II). Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart_rf_cp”

V.d.: Y_cart_rf_cp	Mod Brasil 52	Mod Brasil 53	Mod Brasil 54
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(6,0,0) x (0,0,0)	(6,0,0) x (0,0,0)	(6,0,0) x (0,0,0)
	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)	96 obs (2006:01-2013:12)
rc_cart2	-0,00560781** (0,00245120)		
rc_rf1		-0,00355662** (0,00169114)	
rc_rf2			-0,00594440* (0,00344823)
embi_al		-0,000152705*** (3,60695e-05)	-0,000145964*** (3,65786e-05)
embi_g	-0,000155451*** (3,74684e-05)		
bovespa0	0,00139447*** (0,000294432)	0,00138348*** (0,000289010)	0,00138226*** (0,000306055)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>			
Schwarz	-316,6765	-316,6448	-315,3700
d.T. Innovac	0,040185	0,040192	0,040452
Akaike	-332,0626	-332,0309	-330,7561
Hannan-Quinn	-325,8433	-325,8116	-324,5368
<i>Contrastes de los residuos</i>			
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 8. Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y otr”

V.d.: Y_otr	Mod Brasil 55	Mod Brasil 56	Mod Brasil 57	Mod Brasil 58
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(0,0,0) x (0,0,0)	(4,0,0) x (0,0,0)	(4,0,0) x (0,0,0)	(4,0,0) x (0,0,0)
	96 obs (2006:01-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)
rc_dir1	-0,00831174** (0,00374304)			
rc_tot1			-0,00585369** (0,00264119)	
rc_banc				-0,00949381** (0,00468969)
embi_b		-0,00148209*** (0,000340862)	-0,00149976*** (0,000343719)	-0,00144323*** (0,000339616)
embi_al	-0,000249448** (0,000110566)			
pib_eme	0,0241729*** (0,00695637)			
<i>Criterios de comparación de modelos</i>				
Schwarz	-14,91336	-7,807426	-7,788619	-6,979288
d.T. Innovac	0,211812	0,214703	0,214725	0,215682
Akaike	-22,60641	-17,85086	-17,83206	-17,02273
Hannan-Quinn	-19,49675	-13,79896	-13,78016	-12,97082
<i>Contrastes de los residuos</i>				
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	Rechaza al 1%	Rechaza al 5%	Rechaza al 10%	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 9. Brasil: modelos estimados. Variable dependiente: “y_otr_cp”

V.d.: Y_otr_cp	Mod Brasil 59	Mod Brasil 60
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(0,1,3) x (0,0,0)	(0,1,3) x (0,0,0)
	95 obs (2006:02-2013:12)	95 obs (2006:02-2013:12)
dtir	0,0124865** (0,00485491)	0,0146583*** (0,00467747)
embi_al	-0,000405369* (0,000215489)	
vix		-0,00420263* (0,00248766)
pib_eme		0,0218447* (0,0126392)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>		
Schwarz	-26,54724	-25,52623
d.T. Innovac	0,182783	0,179386
Akaike	-39,31663	-40,84949
Hannan-Quinn	-34,15684	-34,65774
<i>Contrastes de los residuos</i>		
Normalidad	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza

Tabla 10 (I). Brasil: modelos relevantes adicionales utilizando como regresores los flujos de capital hacia países emergentes.

	Mod Brasil 61	Mod Brasil 62	Mod Brasil 63	Mod Brasil 64	Mod Brasil 65	Mod Brasil 66
Var depend.	y	y_cart	y_cart	y_cart	y_cart	y_cart
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(0,0,1) x (0,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)	(2,0,0) x (1,0,0)	(2,0,4) x (0,0,0)
	91 obs (2006:06-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)	91 obs (2006:06-2013:12)
rc_dir1			-0,00902765*** (0,00345545)			
rc_tot1				-0,00651746*** (0,00250411)		
rc_cart1					-0,00619877* (0,00348306)	
rc_cart2						-0.0134315** (0.00572487)
y_noied_eme1	0,322367*** (0,0417991)					
y_cart_eme1		0,129327** (0,0503612)	0,201668*** (0,0488420)	0,194563*** (0,0484086)	0,135795*** (0,0489714)	0.145947*** (0.0534689)
dti_tc		0,0141789*** (0,00291550)	0,0139560*** (0,00287032)	0,0134641*** (0,00282957)	0,0147705*** (0,00289057)	0.0126791*** (0.00327721)
embi_b		-0,000551336*** (0,000172433)			-0,000494217*** (0,000167869)	-0.000246709* (0.000148161)
piib_r		0,0141579** (0,00648181)			0,0145923** (0,00619330)	0.0146604** (0.00586408)
ipc_br_eme	-0,0497750** (0,0228177)					
embi_br_glo	-0,00296842** (0,00142842)					
Criterios de comparación de modelos						
Schwarz	40,33347	-44,51212	-45,79811	-45,60716	-43,05896	-37,74925
d.T. Innovac	0,266609	0,157610	0,160923	0,161111	0,154996	0.160920
Akaike	27,77918	-62,08813	-60,86327	-60,67231	-63,14584	-57.83613
Hannan-Quinn	32,84405	-54,99731	-54,78541	-54,59446	-55,04203	-49.73232
Contrastes de los residuos						
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 10 (II). Brasil: modelos relevantes adicionales utilizando como regresores los flujos de capital hacia países emergentes.

	Mod Brasil 67	Mod Brasil 68	Mod Brasil 69	Mod Brasil 70	Mod Brasil 71
Var depend.	y_cart	y_cart	y_cart_acc	y_cart_acc	y_cart_rf_cp
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,0,0) x (1,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)	(2,0,0) x (1,0,0) 91 obs (2006:06-2013:12)	(0,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)	(0,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)	(6,0,0) x (0,0,0) 96 obs (2006:01-2013:12)
rc_tot1	-0.00327115** (0.00142540)				
rc_rf1	-0.00959089* (0.00521329)				
rc_rf2		-0.0252044*** (0.00973941)			
y_cart_eme1	0.144468*** (0.0491124)	0.197752*** (0.0494570)	0.0686098* (0.0381486)	0.141261*** (0.0410840)	0.0512644*** (0.0133544)
dti_tc	0.0147448*** (0.00288704)	0.0136326*** (0.00284886)			
embi_b	-0.000466424*** (0.000169686)				
embi_al					-5.72648e-05* (3.17386e-05)
pib_r	0.0132683** (0.00617286)		0.00870969*** (0.00334381)	0.00938896*** (0.00335208)	
bovespa3			0.00316613** (0.00123294)		
<i>Criterios de comparación de modelos</i>					
Schwarz	-43,18326	-46,08154	-86,75315	-85.46457	-319,0657
d.T. Innovac	0,154902	0,160734	0,145698	0.146679	0,040577
Akaike	-63,27013	-61,14669	-94,44620	-93.15761	-331,8874
Hannan-Quinn	-55,16633	-55,06884	-91,33654	-90.04796	-326,7047
<i>Contrastes de los residuos</i>					
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 10%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 11. Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y”

V.d.: y	Mod Perú 1	Mod Perú 2
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(1,1,0) x (0,0,0)	(1,1,0) x (0,0,0)
	43 obs (2003:2-2013:4)	43 obs (2003:2-2013:4)
rc_ester2		0,721358** (0,347651)
exp_tc	-0,142676** (0,0556660)	-0,119811** (0,0544289)
pib_eme	0,248260** (0,109489)	0,216590** (0,105614)
bcc	0,804432*** (0,263084)	0,880196*** (0,253531)
Criterios de comparación de modelos		
Schwarz	156,6909	156,3059
d.T. Innovac	1,188250	1,132405
Akaike	147,8849	145,7387
Hannan-Quinn	151,1323	149,6356
Contrastes de los residuos		
Normalidad	Rechaza al 5%	Rechaza al 10%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza

Tabla 12. Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_noied”

V.d.: y_noied	Mod Perú 3	Mod Perú 4	Mod Perú 5	Mod Perú 6	Mod Perú 7	Mod Perú 8
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(1,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(5,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)
rc_dir1	-0,00796474* (0,00411369)					
rc_tot1	-0,00785563* (0,00407066)					
rc_encaje	-0,00806191* (0,00414410)					
rc_ester1	-0,204048* (0,119732)					
rc_ester2	0,506831* (0,285573)					
dti_pen_tc	0,0746326* (0,0443560)	0,0747772* (0,0443435)	0,0744183* (0,0443590)	0,0784960* (0,0443382)		
exp_tc	-0,125753*** (0,0421182)					
bcc	0,428859** (0,199293)					0,543247** (0,212266)
pib_eme	0,257291*** (0,0829673)	0,352221*** (0,0967801)	0,351677*** (0,0967270)	0,351181*** (0,0965752)	0,353989*** (0,0993411)	0,220811** (0,101669)
FTSE		0,0169136** (0,00803634)	0,0169476** (0,00803788)	0,0169381** (0,00803422)	0,0167265** (0,00814223)	
embi_per_eu	-0,0127601* (0,00769313)					
<i>Criterios de comparación de modelos</i>						
Schwarz	135,4825	138,8702	138,8946	138,8368	139,6271	139,2289
d.T. Innovac	0,889795	0,927859	0,928106	0,927502	0,936370	0,930695
Akaike	124,9153	128,3030	128,3274	128,2696	129,0599	128,6617
Hannan-Quinn	128,8121	132,1998	132,2243	132,1664	132,9567	132,5586
<i>Contrastes de los residuos</i>						
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	Rechaza al 10%	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 13. Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_cart”

V.d.: y_cart	Mod Perú 9
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)
dti_usd	0,0796442* (0,0423317)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>	
Schwarz	21,66767
d.T. Innovac	0,257015
Akaike	14,62287
Hannan-Quinn	17,22077
<i>Contrastes de los residuos</i>	
Normalidad	Rechaza al 5%
Ausencia heteroced.	Rechaza al 1%
Ausencia autocorrelación	No rechaza

Tabla 14. Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_otr”

V.d.: y_otr	Mod Perú 10	Mod Perú 11	Mod Perú 12	Mod Perú 13	Mod Perú 14
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)
rc_dir1	-0,00730560** (0,00317106)				
rc_tot1	-0,00728229** (0,00312800)				
rc_encaje	-0,00740834** (0,00319243)				
rc_ester1	-0,175371* (0,0957101)				
exp_tc	-0,155259*** (0,0415955)	-0,134989*** (0,0414659)	-0,134534*** (0,0414109)	-0,134736*** (0,0414386)	-0,140889*** (0,0421314)
bcc	0,422819** (0,186202)				
pib_eme	0,253179*** (0,0679285)	0,353266*** (0,0727747)	0,353098*** (0,0725377)	0,352493*** (0,0724908)	0,341479*** (0,0749767)
FTSE		0,0163148** (0,00737729)	0,0163650** (0,00736509)	0,0163877** (0,00737329)	0,0155017** (0,00757784)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>					
Schwarz	135,0162	134,9515	134,8507	134,8867	136,7379
d.t. Innovac	0,882580	0,844062	0,843046	0,843406	0,862289
Akaike	124,4490	122,6231	122,5223	122,5583	124,4095
Hannan-Quinn	128,3459	127,1694	127,0687	127,1047	128,9558
<i>Contrastes de los residuos</i>					
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 15. Perú: modelos estimados. Variable dependientes: “y_otr_lp”

V.d.: y_otr_lp	Mod Perú 15	Mod Perú 16	Mod Perú 17
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(0,0,0) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)
rc_tot1	0,00173005* (0,00101685)		
rc_encaje	0,00184759* (0,00106641)		
dti_pen_tc	0,0661504** (0,0301320)	0,0564074* (0,0339129)	0,0558449* (0,0338746)
embi_per_eu	-0,00670099* (0,00345765)		
Criterios de comparación de modelos			
Schwarz	100,1839	101,0200	100,9153
d.T. Innovac	0,709476	0,716248	0,715397
Akaike	96,61555	97,45159	97,34690
Hannan-Quinn	97,93888	98,77492	98,67023
Contrastes de los residuos			
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 16. Perú: modelos estimados. Variable dependientes: “y_otr_lp_priv”

V.d.: y_otr_lp_priv	Mod Perú 18	Mod Perú 19
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(3,0,0) x (0,0,0) 41 obs (2003:4-2013:4)	(3,0,0) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)
cobre0	4,58571e-05*** (1,28098e-05)	
embi_per_eu	-0,00827542*** (0,00276365)	-0,00822230*** (0,00136918)
pib_r		0,0691674*** (0,0149397)
ipc		-0,0798892** (0,0324014)
Cráterios de comparación de modelos		
Schwarz	56,69247	57,33354
d.T. Innovac	0,438044	0,372076
Akaike	51,55175	48,41259
Hannan-Quinn	53,42372	51,72091
Contrastes de los residuos		
Normalidad	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza

Tabla 17(I). Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_otr_cp”

V.d.: y_otr_cp	Mod Perú 20	Mod Perú 21	Mod Perú 22	Mod Perú 23	Mod Perú 24
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 43 obs (2003:2-2013:4)
rc_dir1		-0,0107467*** (0,00360686)	-0,00528746* (0,00275163)		
rc_tot1				-0,0106105*** (0,00356283)	-0,00521939* (0,00272430)
dtir_pen_tc		0,0352904* (0,0189682)		0,0355163* (0,0189459)	
exp_tc	-0,129117*** (0,0346350)		-0,0806204* (0,0415578)		-0,0804959* (0,0415406)
embi_g			-0,00199499** (0,00100720)		-0,00199394** (0,00100745)
ipc	-0,161601** (0,0638373)				
bcc	0,356864** (0,153251)		0,303690* (0,170508)		0,303483* (0,170613)
Cráterios de comparación de modelos					
Schwarz	109,0920	107,4875	111,2780	107,5240	111,3039
d.T. Innovac	0,653184	0,707364	0,643903	0,707637	0,644096
Akaike	98,52475	100,4426	98,94961	100,4792	98,97546
Hannan-Quinn	102,4216	103,0406	103,4959	103,0771	103,5218
Contrastes de los residuos					
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	Rechaza al 5%	No rechaza	Rechaza al 5%	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 17(II). Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_otr_cp”

V.d.: y_otr_cp	Mod Perú 25	Mod Perú 26	Mod Perú 27	Mod Perú 28
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(1,1,0) x (0,0,0)	(2,1,0) x (0,0,0)	(2,1,0) x (0,0,0)	(2,1,0) x (0,0,0)
	43 obs (2003:2-2013:4)	43 obs (2003:2-2013:4)	43 obs (2003:2-2013:4)	43 obs (2003:2-2013:4)
rc_encaje	-0,0108246*** (0,00361317)	-0,00531221** (0,00263314)		
rc_ester1			-0,200954*** (0,0702235)	
rc_ester3				-0,228503* (0,133261)
dtir_pen_tc	0,0351839* (0,0188002)			
exp_tc		-0,0806668** (0,0348257)	-0,0872955*** (0,0311230)	-0,105321*** (0,0326453)
embi_g		-0,00198239** (0,000968312)	-0,00225441** (0,000891294)	-0,00205421** (0,000937123)
bcc		0,305056* (0,172671)	0,269911* (0,159058)	0,318184* (0,166572)
Cráterios de comparación de modelos				
Schwarz	107,5241	111,3272	107,2719	112,4132
d.T. Innovac	0,707669	0,644267	0,613433	0,650986
Akaike	100,4793	98,99880	94,94352	100,0848
Hannan-Quinn	103,0772	103,5451	99,48985	104,6312
Contrastes de los residuos				
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 5%
Ausencia heteroced.	Rechaza al 5%	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 18. Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_otr_cp_banc”

V.d.: y_otr_cp_banc	Mod Perú 29
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(5,0,1) x (0,0,0)
	44 obs (2003:1-2013:4)
pib_r	0,0371169*** (0,00864840)
ipc	-0,0688602*** (0,0186651)
Cráterios de comparación de modelos	
Schwarz	43,04051
d.T. Innovac	0,293619
Akaike	32,33537
Hannan-Quinn	36,30535
Contrastes de los residuos	
Normalidad	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza

Tabla 19. Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_otr_cp_bc”

V.d.: Y_otr_cp_bc	Mod Perú 30
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(0,0,0) x (1,0,0) 40 obs (2004:1-2013:4)
bcc	0,100466* (0,0561458)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>	
Schwarz	17,72660
d. t. Innovac	0,282541
Akaike	14,34884
Hannan-Quinn	15,57013
<i>Contrastes de los residuos</i>	
Normalidad	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza

Tabla 20. Perú: modelos estimados. Variable dependiente: “y_otr_cp_resto”

V.d.: y_otr_cp_resto	Mod Perú 31	Mod Perú 32	Mod Perú 33	Mod Perú 34
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(0,0,3) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 44 obs (2003:1-2013:4)
rc_dir1	0,000574362* (0,000312274)			
rc_tot1	0,000557816* (0,000304914)			
dtir_pen_tc	0,0111429* (0,00648557)		0,0159500*** (0,00593379)	0,0159847*** (0,00593359)
dti_usd		0,110067*** (0,0340239)		
pib_r		0,0121225*** (0,00451231)		
bcc	0,146403*** (0,0426056)	0,148279*** (0,0374471)	0,156343*** (0,0482623)	0,156343*** (0,0483849)
embi_per_glo	-0,00241007*** (0,000886941)			
<i>Criterios de comparación de modelos</i>				
Schwarz	-10,44735	-15,95485	-13,14661	-13,11069
d.T. Innovac	0,173311	0,183794	0,189753	0,189831
Akaike	-19,36829	-21,30742	-18,49918	-18,46326
Hannan-Quinn	-16,05998	-19,32243	-16,51419	-16,47827
<i>Contrastes de los residuos</i>				
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	Rechaza al 10%	Rechaza al 10%
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 21 (I). Perú: modelos relevantes adicionales utilizando como regresores los flujos de capital hacia países emergentes.

	Mod Perú 35	Mod Perú 36	Mod Perú 37	Mod Perú 38	Mod Perú 39	Mod Perú 40
Var depend.	y	y_noied	y_noied	y_noied	y_noied	y_noied
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(1,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)
rc_dir1			-0,00333633** (0,00162226)			
rc_tot1				-0,00323325** (0,00158043)		
rc_encaje					-0,00339989** (0,00165488)	
rc_ester1						-0,203719*** (0,0769162)
y_noied_eme2	1,33210*** (0,208421)	0,420094** (0,208700)	0,480153** (0,212070)	0,478349** (0,212014)	0,477588** (0,211459)	0,512444** (0,199043)
ipc		-0,115724* (0,0675838)				
pib_eme	0,195522* (0,101893)					
<i>Criterios de comparación de modelos</i>						
Schwarz	117,2593	118,9132	117,6361	117,6790	117,6446	115,0387
d.T. Innovac	1,041946	1,135220	1,115261	1,115925	1,115392	1,075745
Akaike	111,0379	114,1627	112,8855	112,9284	112,8940	110,2881
Hannan-Quinn	113,1855	115,8208	114,5436	114,5865	114,5521	111,9462
<i>Contrastes de los residuos</i>						
Normalidad	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

	Mod Perú 41	Mod Perú 42	Mod Perú 43	Mod Perú 44	Mod Perú 45	Mod Perú 46
Var depend.	y_noied	y_otr	y_otr	y_otr_cp	y_otr_cp	y_otr_cp
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(1,1,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(5,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(5,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)
rc_ester3	-0,366221* (0,195696)					
rc_ester1			-0,179794** (0,0889982)			
rc_dir1					-0,00611881** (0,00286394)	
rc_tot1						-0,00606592** (0,00282755)
y_noied_eme2	0,448427** (0,210670)	0,759378*** (0,164187)	0,763773*** (0,147545)	0,812318*** (0,154896)	0,738734*** (0,153175)	0,738873*** (0,152836)
pib_eme		0,262543*** (0,0945991)	0,267347*** (0,0788097)			
<i>Criterios de comparación de modelos</i>						
Schwarz	118,3466	103,2313	104,1160	88,09464	87,01741	86,98652
d.T. Innovac	1,126321	0,801926	0,730727	0,690319	0,646301	0,645999
Akaike	113,5960	95,45457	93,22853	81,87325	79,24067	79,20978
Hannan-Quinn	115,2541	98,13910	96,98687	84,02087	81,92520	81,89431
<i>Contrastes de los residuos</i>						
Normalidad	No rechaza	Rechaza al 10%	No rechaza	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

Tabla 21 (II). Perú: modelos relevantes adicionales utilizando como regresores los flujos de capital hacia países emergentes.

	Mod Perú 47	Mod Perú 48	Mod Perú 49	Mod Perú 50	Mod Perú 51	Mod Perú 52
Var depend.	y_otr_cp	y_otr_cp	y_otr_cp	y_otr_cp	y_otr_cp_banc	y_otr_cpresto
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(2,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(2,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(1,1,0) x (0,0,0) 35 obs (2005:02-2013:4)	(5,0,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)
rc_encaje	-0,00613686** (0,00280139)					
rc_ester1		-0,208677*** (0,0756169)				
rc_ester2			-0,414415* (0,249116)			
rc_ester3				-0,349229** (0,161205)		
y_noied_eme2	0,738296*** (0,156254)	0,759575*** (0,136920)	0,511815*** (0,122350)	0,769752*** (0,153399)	0,149074** (0,0626358)	
y_otr_eme2						0,221177*** (0,0473409)
dti_usd						0,0705708** (0,0334920)
bcc						0,0903406*** (0,0323142)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>						
Schwarz	87,09531	84,71749	80,21855	87,48753	40,55818	-21,11027
d.T. Innovac	0,647010	0,624589	0,686771	0,686300	0,339036	0,162359
Akaike	79,31857	76,94075	77,05152	81,26614	34,22410	-25,86083
Hannan-Quinn	82,00310	79,62528	78,15690	83,41377	36,43486	-24,20276
<i>Contrastes de los residuos</i>						
Normalidad	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	Rechaza al 1%	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza	No rechaza

	Mod Perú 53	Mod Perú 54
Var depend.	y_otr_cpresto	y_otr_cpresto
Mod error ARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) → var explicat ↓	(0,0,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)	(0,0,0) x (0,0,0) 36 obs (2005:01-2013:4)
rc_dir1	-0,000582250*** (0,000222449)	
rc_tot1		-0,000573110*** (0,000216227)
y_otr_eme2	0,292785*** (0,0512134)	0,292929*** (0,0510461)
dti_usd	0,0821024** (0,0340456)	0,0825559** (0,0339852)
<i>Criterios de comparación de modelos</i>		
Schwarz	-20,24911	-20,40600
d.T. Innovac	0,164313	0,163955
Akaike	-24,99967	-25,15655
Hannan-Quinn	-23,34160	-23,49848
<i>Contrastes de los residuos</i>		
Normalidad	No rechaza	No rechaza
Ausencia heteroced.	No rechaza	No rechaza
Ausencia autocorrelación	No rechaza	No rechaza

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abarca, G., Ramírez, C., Rangel, J.G., 2012. Capital controls and exchange rate expectations in emerging markets (No. 2012-08), Working Papers. Banco de México.
- Abdelal, R., 2007. Capital rules: The construction of global finance. Harvard University Press.
- Abhakorn, P., Tantisantiwong, N., 2012. A reexamination of capital controls' effectiveness: Recent experience of Thailand. *Journal of Asian Economics* 23, 26–38.
- Ackerman, F., Amsden, A.H., Anderson, S., others, 2012. Statement on Capital Controls and the Trans-Pacific Partnership Agreement.
- Acosta Ormaechea, S., Coble Fernandez, D.O., 2011. Monetary Transmission in Dollarized and Non-Dollarized Economies: The Cases of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay (No. WP/11/87), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Agosin, M.R., Huaita, F., 2010. Capital flows to emerging economies: Minsky in the tropics. *Cambridge journal of economics* 1–21. doi:10.1093/cje/beq047
- Aguirre, P., 2014. Capital account regulation in Iceland. Does anybody know what is going to happen? *Journal of Post Keynesian Economics* 36, 491–512.
- Aguirre, P., Alonso, N., 2013. Islandia: regulación financiera y abaratamiento de la deuda pública tras el colapso bancario de 2008. *Revista de Economía Mundial* 34, 47–74.
- Aguirre, P., Alonso, N., 2012. Afrontar la crisis a la islandesa: ¿un cuento o una realidad? *Papeles de relaciones ecosociales y cambio global* 89–103.
- Ahluwalia, P., 2000. Discriminating contagion: an alternative explanation of contagious currency crises in emerging markets (No. 00/14), Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Ahmed, S., Zlate, A., 2013. Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? (No. 1081), International finance discussion papers. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Aizenman, J., 2010. Hoarding international reserves versus a Pigovian tax-cum-subsidy scheme: Reflections on the deleveraging crisis of 2008–2009, and a cost benefit analysis (No. 10-22), Working Paper. Santa Cruz Institute for International Economics.
- Aizenman, J., 1999. Capital controls and financial crises (No. 7398), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Aizenman, J., Guidotti, P.E., 1990. Capital controls, collection costs and domestic public debt. *Journal of International Money and Finance* 13, 41–54.
- Aizenman, J., Jinjark, Y., Park, D., 2011. Capital flows and economic growth in the era of financial integration and crisis, 1990–2010 (No. 17502), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Aizenman, J., Pinto, B., 2011. Managing financial integration and capital mobility—policy lessons from the past two decades (No. 5786), World Bank Policy Research Working Paper. The World Bank, Washington, D.C.
- Akerlof, G.A., Shiller, R.J., 2009. Animal spirits: cómo influye la psicología humana en la economía. *Gestión* 2000.
- Akyüz, Y., 2008. Managing financial instability in emerging markets: a keynesian perspective. *METU Studies in Development* 35.
- Alesina, A., Grilli, V., Milesi-Ferretti, G.M., 1993. The political economy of capital controls (No. 4353), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Alesina, A., Tabellini, G., 1989. External debt, capital flight and political risk. *Journal of International Economics* 27, 199–220.
- Alfaro, L., Chari, A., Kanzcuk, F., 2014. The Real Effects of Capital Controls: Financial Constraints, Exporters, and Firm Investment.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., Volosovych, V., 2007. Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions, in: Edwards, S. (Ed.), Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences. National Bureau of Economic Research.
- Alibert, R.Z., 2008. Monetary turbulence and the Icelandic economy.

- Anderson, S., 2013. The Trans-Pacific Partnership and capital account regulations: an analysis of the region's existing agreements, in: Gallagher, K.P., Stanley, L.E. (Eds.), *Capital Account Regulations and the Trading System: A Compatibility Review*, Pardee Center Task Force Report. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Anderson, S., 2011. Capital Controls and the Trans-Pacific Partnership. Time for a Fresh Approach.
- Arestis, P., Glickman, M., 2002. Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskyan way. *Cambridge Journal of Economics* 26, 237–260.
- Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Otter-Robe, I., Canales-Kriljenko, J.I., Kirilenko, A., 2000. Capital controls: country experiences with their use and liberalization (No. 190), Occasional Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Armas, A., Castillo, P., Vega, M., 2014. Inflation targeting and quantitative tightening: effects of reserve requirements in Peru (No. N° 2014-003), Documentos de Trabajo. Banco Central de la Reserva de Perú.
- Árnason, V., 2010. Moral analysis of an economic collapse—an exercise in practical ethics. *Etikk i praksis* 4, 101–123.
- Arrow, K.J., 1986. Rationality of self and others in an economic system. *The Journal of Business* 59, S385–S399.
- Arrow, K.J., Debreu, G., 1954. Existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 265–290.
- Baba, C., Kokenyne, A., 2012. Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s (No. WP/11/281), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Bacchetta, P., 1990. Temporary capital controls in a balance-of-payments crisis. *Journal of International Money and Finance* 9, 246–257.
- Baillie, R.T., McMahon, P.C., 1990. *The foreign exchange market: Theory and econometric evidence*. Cambridge University Press.
- Baldursson, F.M., Portes, R., 2013. Capital controls and the resolution of failed cross-border banks: the case of Iceland.
- Baldursson, F.M., Portes, R., 2008. Criticism of Icelandic economy does not square with the facts. *Financial Times*.
- Banco Central de Chile, n.d. Estadísticas.
- Banco Central de Reserva del Perú, 2014. Folleto institucional.
- Banco Central de Reserva del Perú, n.d. Estadísticas.
- Banco Central de Reserva del Perú, n.d. Circulares (varios años).
- Banco Central de Reserva del Perú, n.d. Reporte de inflación (varios años).
- Banco Central de Reserva del Perú, n.d. Glosario de términos económicos.
- Banco Central do Brasil, 2010. Relatório de estabilidade financeira (No. vol. 9 n° 2), Relatório de estabilidade financeira. Banco Central do Brasil, Brasília.
- Banco Central do Brasil, n.d. Statistics: time series management system 2.1. Public module.
- Bank for International Settlements, 2012. Challenges related to capital flows: Latin American perspectives. Bank for International Settlements. BIS Papers n° 68, Basel.
- Bank for International Settlements, 2010. Monetary policy and sovereign debt concerns drive markets. *BIS Quarterly Review* 1–12.
- Bank for International Settlements, 2008. Financial globalisation and emerging market capital flows. Bank for International Settlements. BIS Papers n° 44, Basel.
- Barbosa, N., 2012. Why the Exchange Rate is Often Appreciated in Brazil?
- Barro, R.J., Mankiw, N.G., Sala-i-Martin, X., 1995. Capital mobility in neoclassical models of growth. *The American Economic Review* 85, 103.
- Battilossi, S., 2003. Capital mobility and financial repression in Italy, 1960-1990: a public finance perspective. N°.: UC3M Working Papers. Economic History and Institutions 2003-02.
- Baumann, B.A., Gallagher, K.P., 2013. Post-Crisis Capital Account Regulation in South Korea and South Africa. Working Paper Series. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.
- Baumann, B.A., Gallagher, K.P., 2012. Navigating Capital Flows in Brazil and Chile. Initiative for Policy Dialogue working paper.
- Bayoumi, T., Saborowski, C., 2012. Accounting for Reserves (No. WP/12/302), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Benediktsdottir, S., Danielsson, J., Zoega, G., 2011. Lessons from a collapse of a financial system. *Economic Policy* 26, 183–235.
- Benediktsdottir, S., Gunnarsson, T., Hreinsson, P., 2010a. Causes of the Collapse of the Icelandic Banks – Responsibility, Mistakes and Negligence.
- Benediktsdottir, S., Gunnarsson, T., Hreinsson, P., 2010b. Summary of the report's main conclusions.

- Benediktsson, B., 2015. Minister of Finance and Economic Affairs: address at the Annual General Meeting of the Central Bank of Iceland, 26 March 2015.
- Benediktsson, B., 2014. Minister of Finance and Economic Affairs: address at the 53rd Annual General Meeting of the Central Bank of Iceland,.
- Benigno, G., Chen, H., Otrok, C., Rebucci, A., Young, E., 2010. Are macro-prudential policies prudent? VoxEU.org.
- Benigno, G., Chen, H., Otrok, C., Rebucci, A., Young, E.R., 2014a. Optimal capital controls and real exchange rate policies: a pecuniary externality perspective (No. 9936), Discussion Paper Series. Centre for Economic Policy Research.
- Benigno, G., Chen, H., Otrok, C., Rebucci, A., Young, E.R., 2012. Capital Controls or Exchange Rate Policy? A Pecuniary Externality Perspective (No. 160), CEP Discussion paper. Centre for Economic Performance. London School of Economics.
- Benigno, G., Converse, N., Fornaro, L., 2014b. Large capital inflows, sectorial allocation and economic performance.
- Benigno, G., Fornaro, L., 2013. The Financial Resource Curse (No. 1217), CEP Discussion Paper. Centre for Economic Performance. London School of Economics.
- Bergmann, E., 2014. The Icesave dispute: case study into crisis of diplomacy during the Credit Crunch.
- Bernanke, B., Bertaut, C., DeMarco, L., Kamin, S., 2011. International Capital Flows and the Return to Safe Assets in the United States, 2003-2007. FRB International Finance Discussion Paper.
- Bhagwati, J., 1998. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. Foreign Affairs 7–12.
- Bianchi, J., Mendoza, E.G., 2010. Overborrowing, Financial Crises and Macro-prudential Taxes (No. 16091), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research.
- Binici, M., Hutchinson, M., Schindler, M., 2009. Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows (No. WP/09/208), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Blanchard, O., n.d. Neoclassical synthesis.
- Blanchard, O.J., 2011. What I Learnt in Rio: Discussing Ways to Manage Capital Flows [WWW Document]. iMFDirect - The IMF Blog. URL <http://blog-imfdirect.imf.org/2011/06/03/what-i-learnt-in-rio-manage-capital-flows/> (accessed 12.14.12).
- Blanchard, O.J., Amighini, A., Giavazzi, F., 2012. Macroeconomía, 5ª ed. Pearson Educación, Madrid.
- Blanchard, O.J., Fischer, S., 1989. Lectures on macroeconomics. The MIT press.
- Blanchard, O.J., Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Chamon, M., 2015. Are Capital Inflows Expansionary or Contractionary? Theory, Policy Implications, and Some evidence (No. 21619), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Bluedorn, J., Rupa Duttag, Jaime Guajardo, Petia Topalova, 2013. Capital Flows are Fickle: Anytime, Anywhere (No. 13/183), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Borio, C., 2011. Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward (No. 354), BIS Working Paper. Bank of International Settlements, Basilea.
- Box, G.E., Draper, N.R., 1987. Empirical model-building and response surfaces. Wiley New York.
- Box, G.E.P., Jenkins, G.M., Reinsel, G.C., 2008. Time series analysis: forecasting and control, 4th ed. John Wiley & Sons.
- Branson, W.H., 1990. Teoría y política macroeconómica, 2ª ed. Fondo de Cultura económica, Madrid.
- Bretton Woods Project, Oxfam, 2001. Go with the Flows? Capital Account Liberalisation and Poverty. The Bretton Woods Project and Oxfam.
- Breuer, J.B., 2004. An exegesis on currency and banking crises. Journal of Economic Surveys 18, 293–320.
- Brondolo, J., 2011. Taxing financial transactions: an assessment of administrative feasibility. IMF Working Papers WP/11/185 1–51.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., Schmukler, S.L., 2013. Gross capital flows: Dynamics and crises. Journal of Monetary Economics 60, 113–133.
- Bruno, V., Shim, I., Shin, H.S., 2015. Effectiveness of macroprudential and capital flow measures in Asia and the Pacific, in: Cross - Border Financial Linkages: Challenges for Monetary Policy and Financial Stability, BIS Papers. Bank for International Settlements, pp. 185–192.
- Buiter, W.H., 1979. Time preference and international lending and borrowing in an overlapping-generations model (No. 352), Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Buiter, W., Sibert, A., 2008. The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas. CEPR Policy Insight 26, 1–23.
- Bureau of Labor Statistics, n.d. Consumer Price Index - All Urban Consumers.
- Bustelo, P., 2004. Capital flows and financial crises: A comparative analysis of East Asia (1997-98) and Argentina (2001-02). Complutense University of Madrid Economics Working Paper.

- Caballero, R., 2012. Notes on capital-account management, in: Blanchard, O., Romer, D., Spence, M., Stiglitz, J.E. (Eds.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Calvo, G.A., 2000. Balance-of-payments crises in emerging markets: large capital inflows and sovereign governments, in: Krugman, P.R. (Ed.), *Currency Crises*. University of Chicago Press, pp. 71–97.
- Calvo, G.A., 1987. Balance of payments crises in a cash-in-advance economy. *Journal of Money, Credit and Banking* 19–32.
- Calvo, G.A., Leiderman, L., Reinhart, C.M., 1994. The capital inflows problem: Concepts and issues. *Contemporary Economic Policy* 12, 54–66.
- Campion, M.K., Neumann, R.M., 2004. Compositional effects of capital controls: evidence from Latin America. *The North American Journal of Economics and Finance* 15, 161–178.
- Cardarelli, R., Elekdag, S., Kose, M.A., 2010. Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses (No. WP/09/40), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Cárdenas, M., 2007. Controles de Capitales en Colombia, Funcionan o No? *Debate de Coyuntura Económica* 70, 38–46.
- Cárdenas, M., Barrera, F., 1997. On the effectiveness of capital controls: the experience of Colombia during the 1990s. *Journal of Development Economics* 54, 27–57.
- Cardoso, E., Goldfajn, I., 1998. Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. *Staff Papers-International Monetary Fund* 161–202.
- Carlson, M., Hernandez, L., 2002. Determinants and repercussions of the composition of capital inflows (No. WP/02/86), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Carneiro, R. de M., Rossi, P., 2012. The Brazilian experience in managing interest-exchange rate nexus (No. 206), *Texto para discussão*. Instituto de Economia UNICAMP.
- Carrera, C., Córdor, R., 2011. Los encajes bancarios. *Reseña internacional*. Moneda 148, 30–33.
- Carvalho, B.S. de M., Garcia, M.G.P., 2008. Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties, in: Edwards, S., Garcia, M.G.P. (Eds.), *Financial markets volatility and performance in emerging markets*. University of Chicago Press, pp. 29–96.
- Central Bank of Iceland, 2015. Rules amending the Rules on foreign exchange No. 565/2014. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2014. Rules on foreign exchange No 565/2014. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2013. Rules on foreign exchange No 300/2013. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2012. Monetary Bulletin 2012 (No. 1), *Monetary Bulletin*. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2011. Capital account liberalisation strategy (Report to the Minister of Economic Affairs). The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2010a. Monetary Bulletin 2010-4 (No. 4), *Monetary Bulletin*. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2010b. Economy of Iceland 2010. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2010c. Rules on foreign exchange No 370/2010. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2009a. Rules on foreign exchange No 880/2009. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2009b. Instructions on the Execution of Foreign Currency Sales Due to Art 8 of the Rules on Foreign Exchange No 1130/2008. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2009c. Capital control liberalisation (No. 8). The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2008a. Financial Stability 2008. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2008b. Temporary modifications in currency outflow. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2008c. Rules on foreign exchange No 1082/2008. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, 2008d. Rules on foreign exchange No 1130/2008. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Central Bank of Iceland, n.d. Statistics.
- Cerutti, E., Claessens, S., Puy, D., 2015. Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals (No. WP/15/127), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Chamon, M., Garcia, M.G.P., 2014. Capital controls in Brazil: effective? Presented at the 15th Jacques Polack annual Research Conference, Washington, D.C.
- Chanda, A., 2005. The influence of capital controls on long run growth: Where and how much? *Journal of Development Economics* 77, 441–466.
- Chang, J., 2011. Managing capital flows to emerging market countries.
- Chang, R., Velasco, A., 1997. Financial fragility and the exchange rate regime (No. 97-16), Working Paper. Federal Reserve Bank

- of Atlanta.
- Checchi, D., 1992. Capital controls and distribution of income: Empirical evidence for Great Britain Japan and Australia. *Review of World Economics* 128, 558–587.
- Chicago Board Options Exchange, n.d. VIX Options and Futures Historical Data.
- Chinn, M.D., Ito, H., 2012. The Chinn-Ito Index.
- Chinn, M.D., Ito, H., 2008. A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis* 10, 309–322.
- Chinn, M.D., Ito, H., 2007. A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis* 10, 309–322.
- Chinn, M.D., Ito, H., 2006. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics* 81, 163–192.
- Chowdhury, I., Keller, L., 2012. Managing Large-Scale Capital Inflows: The Case of the Czech Republic, Poland and Romania (No. WP/12/138), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Chowla, P., 2011. Time for a new consensus. Bretton Woods Project, London.
- Choy, M., Cerna, J., 2012. Interrelación entre los mercados de derivados y el mercado de bonos soberanos del Perú y su impacto en las tasas de interés (No. N° 2012-021), Documentos de Trabajo. Banco Central de la Reserva de Perú.
- Choy, M., Chang, G., 2014. Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú (No. N° 2014-007), Documentos de Trabajo. Banco Central de la Reserva de Perú.
- Chumacero, R., Laban, R., Larrain, F., 1997. What determines capital inflows? An empirical analysis for Chile.
- Clement, P., 2010. The term'macroprudential': origins and evolution. *BIS Quarterly Review*, March.
- Clements, B., Kamil, H., 2009. Are capital controls effective in the 21st century? The recent experience of Colombia. IMF Working Papers WP/09/30 1–25.
- Coelho, B., Gallagher, K.P., 2010. Capital controls and 21st century financial crises: Evidence from Colombia and Thailand. *PERI Working Papers* 183.
- Committee on International Economic Policy and Reform, 2012. Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses. Committee on International Economic Policy and Reform, Washington, D.C.
- Committee on the Global Financial System, 2009. Capital Flows and Emerging Market Economies (No. 33), CGFS Papers. Bank for International Settlements, Basel.
- Concha, A., Galindo, A.J., Vasquez, D., 2011. An assessment of another decade of capital controls in Colombia: 1998–2008. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 51, 319–338.
- Copeland, L.S., 1994. Exchange rates and international finance. Addison-Wesley (Wokingham, England and Reading, Mass.).
- Corden, W.M., 1960. The geometric representation of policies to attain internal and external balance. *The Review of Economic Studies* 28, 1–22.
- Cordero, J.A., Montecino, J.A., 2010. Capital Controls and Monetary Policy in Developing Countries. Center for Economic and Policy Research, Washington DC.
- Costa da Silva, G.J., Resende, M.F.C., 2010. Eficácia dos controles de capitais no Brasil: uma abordagem teórica e empírica alternativa. *Estudos Econômicos (São Paulo)* 40, 617–649.
- Costinot, A., Lorenzoni, G., Werning, I., 2011. A Theory of Optimal Capital Controls. Manuscript, MIT.
- Cowan, K., De Gregorio, J., 2007. International Borrowing, Capital Controls, and the Exchange Rate: Lessons from Chile, in: Edwards, S. (Ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences*. National Bureau of Economic Research.
- Crotty, J., Epstein, G., 1999. A defense of capital controls in light of the Asian financial crisis. *Journal of Economic Issues* 33, 427–433.
- Crotty, J., Epstein, G., 1996. In Defense of Capital Controls. *Socialist Register*.
- Dancourt, Ó., 2012. Crédito bancario, tasa de interés de política y tasa de encaje en el Perú (No. 342), Documentos de Trabajo. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Danielsson, J., Arnason, R., 2011. Capital controls are exactly wrong for Iceland. *VoxEu.org*.
- Danielsson, J., Zoega, G., 2009. The collapse of a country. Institute of Economic Studies Discussion Paper W 9.
- Dankse Bank, 2006. Iceland: geyser crisis. Dankse Bank Research.
- David, A.C., 2008. Controls on capital inflows and the transmission of external shocks. *Cambridge journal of economics* 32, 887–906.
- Davidson, P., 2009. Risk and uncertainty in economics, in: Manuscript Presented to the Conference on The Economic Recession and the State of Economics. Westminster, London.

- Davidson, P., 2007. John Maynard Keynes, Great thinkers in economics. Palgrave Macmillan, Basingstoke (UK).
- Davidson, P., 2002. Financial markets, money and the real world. Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Davidson, P., 2000. Is a plumber or a new financial architect needed to end global international liquidity problems? *World Development* 28, 1117–1131.
- Davidson, P., 1992. Reforming the world's money. *Journal of Post Keynesian Economics* 15, 153–179.
- Davis, S., Presno, I., 2014. Capital controls as an instrumento of monetary policy (No. 171), Working Paper. Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute.
- Debreu, G., 1959. Theory of value: an axiomatic analysis of economic equilibrium. Cowles Foundation, Yale University, New Haven.
- De Gregorio, J., 2014. Capital flows and capital account management, in: Akerlof, G.A., Blanchard, O., Romer, D., Stiglitz, J.E. (Eds.), What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis. International Monetary Fund and Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts.
- De Gregorio, J., 2012. Resilience in Latin America: Lessons from Macroeconomic Management and Financial Policies.
- De Gregorio, J., Edwards, S., Valdés, R.O., 2000. Controls on capital inflows: do they work? *Journal of Development Economics* 63, 59–83. doi:10.1016/S0304-3878(00)00100-0
- Delfim Netto, A., 2008. Hedge tóxico. *Valor Econômico*.
- Del Giudice Rodriguez, M., Wu, T., 2012. The Effect of Capital Controls and Prudential FX Measures on Options&Implied Exchange Rate Volatility and Tail Risk!
- Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E., 1998. Financial liberalization and financial fragility. Presented at the Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C.
- Devereux, M., Lockwood, B., Redoano, M., 2003. Capital account liberalization and corporate taxes (No. WP/03/180), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Dierckx, S., 2012. Capital controls as a "technical fix"? A critical IPE perspective. Presented at the DSA 2012 Annual Conference, London.
- Dodd, R., Griffith-Jones, S., 2007. Brazil's Derivatives Markets: Hedging, Central Bank Intervention and Regulation. Naciones Unidas, CEPAL.
- Domínguez Serrano, M., Blancas Peral, F.J., Guerrero Casas, F.M., González Lozano, M., 2011. Una revisión crítica para la construcción de indicadores sintéticos. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa* 41–70.
- Doojav, G.-O., Gotovsuren, B., Dorjpurev, T., 2012. Financial Contagion and Volatile Capital Flows (No. 56), Occasional Paper. The South East Asian Central Banks (SEACEN).
- Dooley, M.P., 1997. A model of crises in emerging markets (No. 6300), Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Dooley, M.P., 1995. A survey of academic literature on controls over international capital transactions. National Bureau of Economic Research.
- Dornbusch, R., 1986. Special exchange rates for capital account transactions. *The World Bank Economic Review* 1, 3–33.
- Dornbusch, R., 1976. Expectations and exchange rate dynamics. *The journal of political economy* 1161–1176.
- Dornbusch, R., 1974. Tariffs and nontraded goods. *Journal of International Economics* 4, 177–185.
- Drazen, A., 1989. Monetary policy, capital controls and seigniorage in an open economy, in: De Cecco, M., Giovannini, A. (Eds.), *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification after Ten Years of EMS*. Cambridge University Press, New York, pp. 13–32.
- Edison, H.J., Klein, M.W., Ricci, L.A., Sløk, T., 2004. Capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis. *IMF Staff Papers* 51, 220–256.
- Edison, H.J., Levine, R., Ricci, L., Sløk, T., 2002. International financial integration and economic growth. *Journal of international money and finance* 21, 749–776.
- Edison, H.J., Reinhart, C.M., 2001. Stopping hot money. *Journal of Development Economics* 66, 533–553. doi:10.1016/S0304-3878(01)00173-0
- Edison, H.J., Warnock, F.E., 2003. A simple measure of the intensity of capital controls. *Journal of Empirical Finance* 10, 81–103.
- Edwards, S., 2007a. Capital controls, capital flow contractions, and macroeconomic vulnerability. *Journal of International Money and Finance* 26, 814–840.
- Edwards, S., 2007b. Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals, in: Edwards, S. (Ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences*. National Bureau of Economic Research.
- Edwards, S., 2001. Capital mobility and economic performance: are emerging economies different? (No. 8076), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Massachusetts. Washington D.C.

- Edwards, S., 1999. How effective are capital controls? *The Journal of Economic Perspectives*; 13, 65–84.
- Edwards, S., 1998. Capital flows, real exchange rates, and capital controls: some Latin American experiences. National bureau of economic research.
- Edwards, S., Rigobon, R., 2009. Capital controls on inflows, exchange rate volatility and external vulnerability. *Journal of International Economics* 78, 256–267. doi:10.1016/j.jinteco.2009.04.005
- Eichengreen, B.J., 2007. The Cautious Case for Capital Flows, Working Paper. University of California.
- Eichengreen, B.J., 2003. Capital flows and crises. MIT press.
- Eichengreen, B.J., 2001. Capital Account Liberalization: What Do Cross- Country Studies Tell Us? *The World Bank Economic Review* 15, 341–365.
- Eichengreen, B.J., 2000a. Taming capital flows. *World Development* 28, 1105–1116.
- Eichengreen, B.J., 2000b. La globalización del capital: historia del sistema monetario internacional. Antoni Bosch Editor.
- Eichengreen, B.J., 1999. Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda. Peterson Institute.
- Eichengreen, B.J., Dell'Ariccia, G., Detragiache, E., Milesi-Ferretti, G.M., Mussa, M., Tweedie, A.J., 1999. Liberalizing capital movements: some analytical issues (No. 17), IMF Economic Issues. International Monetary Fund.
- Eichengreen, B.J., Hausmann, R., Panizza, U., 2002. Original sin: the pain, the mystery, and the road to redemption. Presented at the "Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin," Inter-American Development Bank, Washington, D.C.
- Eichengreen, B.J., Jeanne, O., 1998. Currency crisis and unemployment: sterling in 1931 (Working Paper No. 6563). National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B.J., Mussa, M., 1998. Capital account liberalization and the IMF. *Finance and Development* 35, 16–19.
- Eichengreen, B.J., Tobin, J., Wyplosz, C., 1995. Two cases for sand in the wheels of international finance. *The Economic Journal* 162–172.
- Epstein, G., Grabel, I., Jomo, K.S., 2004. Capital management techniques in developing countries (No. 27), G-24 Discussion Paper Series. United Nations Conference on Trade and Development, New York.
- Erten, B., Ocampo, J.A., 2013. Capital account regulations, foreign exchange pressure, and crisis resilience, Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series. Initiative for Policy Dialogue. Columbia University.
- Esaka, T., Takagi, S., 2012. Testing the Effectiveness of Market-Based Controls: Evidence from the Experience of Japan with Short-Term Capital Flows in the 1970s (No. 12-03), Discussion Paper. Graduate School of Economics and Osaka School of International Public Policy (OSIPP) Osaka University, Toyonaka, Osaka.
- European Commission, 2015. Eurostat.
- European Commission, 2012. Iceland 2012 progress report (Commission staff working document). European Commission.
- Eyzaguirre, N., Kaufman, M., Phillips, S., Valdés, R., 2011. Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America (No. SDN/11/07), Staff Discussion Note. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Fama, E.F., 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *The journal of Finance* 25, 383–417.
- Fama, E.F., 1965a. The behavior of stock-market prices. *Journal of business* 34–105.
- Fama, E.F., 1965b. Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal* 55–59.
- Farhi, E., Werning, I., 2013. Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows. Presented at the 14th Jaques Polak Annual Research Conference, Washington, D.C.
- Farhi, M., Borghi, R.A.Z., 2009. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. *Estudos Avançados* 23, 169–188.
- Farhi, M., Cintra, M.A.M., Fagundes Cagnin, R., 2011. Dilemas atuais da política cambial brasileira.
- Fazzari, S.M., 2014. Minsky, microfoundations and macro mayhem.
- Felix, D., 2005. Why International Capital Mobility Should be Curbed and How it Could be Done, in: Epstein, G. (Ed.), *Financialization and the World Economy*. Edward Elgar Publishing, p. 384.
- Fernández, A., Klein, M.W., Rebucci, A., Schindler, M., Uribe, M., 2015a. Capital control measures: a new dataset - data appendix.
- Fernández, A., Klein, M.W., Rebucci, A., Schindler, M., Uribe, M., 2015b. Capital control measures: a new dataset.
- Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements, 2011. Macprudential Policy Tools and Frameworks. Update for G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- Financial Supervisory Authority, 2011. Key figures from annual accounts in 2010. The Financial Supervisory Authority, Reykjavik.
- Financial Supervisory Authority, n.d. Statistical information.
- Financial Times, 2013. Saga ends with Icesave redemption. Financial Times.

- Fischer, S., 2002. Financial crises and reform of the international financial system (No. 9297), Working Papers. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Fischer, S., 1999a. Reforming the international financial system. *The Economic Journal* 109, 557–576.
- Fischer, S., 1999b. The financial crisis in emerging markets: some lessons.
- Fischer, S., 1997. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. Presented at the Conference on development of securities markets in emerging markets, Inter-American Development Bank. Washington DC.
- Fisher, I., 1933. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 337–357.
- Flannery, M.J., 2009. Iceland's failed banks: a post-mortem. Special Investigation Commission. Althingi - Icelandic Parliament, Reykjavik.
- Fleming, J.M., 1962. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *Staff Papers-International Monetary Fund* 369–380.
- Flood, R.P., Garber, P.M., 1984. Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples. *Journal of international Economics* 17, 1–13.
- Foley, D., 2001. Financial fragility in developing economies.
- Forbes, K., Fratzscher, M., Straub, R., 2015. Capital-flow management measures: What are they good for? *Journal of International Economics* 96, S76–S97.
- Forbes, K.J., 2011. How Should EMEs Manage Rapid Inflows?
- Forbes, K.J., 2007a. The microeconomic evidence on capital controls: no free lunch, in: Edwards, S. (Ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences*. University of Chicago Press, pp. 171–202.
- Forbes, K.J., 2007b. One cost of the Chilean capital controls: increased financial constraints for smaller traded firms. *Journal of International Economics* 71, 294–323.
- Forbes, K.J., 2006. Capital Controls. Submission for Palgrave's Dictionary of Economics, 2nd edition.
- Forbes, K.J., 2003. Capital controls. Mud in the wheels of market discipline (No. 4454-03), Working Paper.
- Forbes, K.J., Fratzscher, M., Kostka, T., Straub, R., 2011. Bubble thy neighbor: direct and spillover effects of capital controls. work in progress.
- Forbes, K.J., Warnock, F.E., 2012. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics* 88, 235–251. doi:10.1016/j.jinteco.2012.03.006
- Fox, J., 2009. *The myth of the rational market: a history of risk, reward, and delusion on Wall Street*. HarperBusiness.
- Fraga, A., 2012. Remarks on capital-account management and other macropolicy topics, in: Blanchard, O., Romer, D., Spence, M., Stiglitz, J.E. (Eds.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Frankel, J.A., 1983. Monetary and portfolio-balance models of exchange rate determination, in: Bhandari, J., Plutnam, B. (Eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Frank, R., 2008. *Microeconomics and behavior*. Granite Hill Publishers.
- Fratzscher, M., 2014. Capital flow policies, monetary policy and coordination. Presented at the Financial flows and infrastructure financing, Sidney, Australia.
- Fratzscher, M., 2012. Controles de capital y política cambiaria. *Economía chilena* 15, 66–98.
- Frenkel, J.A., Razin, A., 1996. *Fiscal policies and growth in the world economy*. MIT press.
- Frenkel, J.A., Razin, A., 1989. The Mundell-Flemming Model: A Quarter Century Later (No. 2321), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Frenkel, M., Nickel, C., Schmidt, G., Stadtmann, G., 2001. The effects of capital controls on exchange rate volatility and output (No. WP/01/187), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Frenkel, R., 2012. How to Manage a Sustainable and Stable Competitive Real Exchange Rate.
- Frenkel, R., 2011. Managing capital flows in emerging markets. Presented at the Managing Capital Flows in Emerging Markets. Joint High-level conference by the Brazilian authorities and the IMF, Rio de Janeiro, Brazi.
- Frenkel, R., Rapetti, M., 2009. A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done. *Cambridge journal of economics* 33, 685–702.
- Friedman, M., 1982. *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman, M., 1953a. The methodology of positive economics, in: *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, pp. 3–43.
- Friedman, M., 1953b. The case for flexible exchange rates, in: *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press.

- Fritz, B., Prates, D., 2013. The New IMF Approach to Capital Account Management and its Blind Spots: Lessons from Brazil and South Korea.
- Fritz, B., Prates, D.M., Paula, L.F. de, 2014. Keynes at the Periphery: Currency hierarchies and its challenges for economic policy in emerging economies.
- Frydman, R., Goldberg, M.D., 2011. Beyond mechanical markets: Asset price swings, risk, and the role of the state. Princeton University Press.
- Furceri, D., Loungani, P., 2013. Who let the Gini out? Finance and Development 50.
- Gabor, D., 2012. Managing Capital Accounts in Emerging Markets: Lessons from the Global Financial Crisis. *Journal of Development Studies* 48, 714–731.
- Gabor, D., 2012. How not to manage capital flows: the IMF guide for developing countries. *Triple Crisis*.
- Galati, G., Moessner, R., 2012. Macroprudential policy—a literature review. *Journal of Economic Surveys*.
- Gallagher, K.P., 2015. Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-Border Finance, *Cornell Studies in Money*. Cornell University Press, Ithaca, NY.
- Gallagher, K.P., 2014. The Economics of Regulating Cross-border Finance: Two New Views. *Review of Political Economy* 1–24.
- Gallagher, K.P., 2012a. The Myth of Financial Protectionism: The New (and old) Economics of Capital Controls. Working Paper Series. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.
- Gallagher, K.P., 2012b. Capital Account Regulations and the Trading System, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Gallagher, K.P., 2012c. The Global Governance of Capital Flows: New Opportunities, Enduring Challenges (No. 283), Working Paper series. Political Economic Research Institute. University of Massachusetts Amherst, Cambridge, Massachusetts.
- Gallagher, K.P., 2012d. The IMF's New View on Financial Globalization: A Critical Assessment (No. 26), Issues in brief. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Gallagher, K.P., 2011a. Losing Control: Policy Space for Capital Controls in Trade and Investment Agreements. *Development Policy Review* 29, 387–413.
- Gallagher, K.P., 2011b. Regaining Control? Capital controls and the global financial crisis. Working Paper Series. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.
- Gallagher, K.P., Anderson, S., Viterbo, A., 2013. Capital Flow Management and the Trans-Pacific Partnership Agreement (No. 79), G-24 Policy Brief.
- Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A., 2012. Capital Account Regulations for stability and development: a new approach, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A., 2011. Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach (No. 22), Issues in brief. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Gallagher, K.P., Ocampo, J.A., 2013. IMF's New View on Capital Controls. *Economic & Political Weekly* 48, 11.
- Gallagher, K.P., Ocampo, J.A., Zhang, M., Yongding, Y., 2014a. Capital account liberalization in China: a cautionary tale (A Global Economic Governance Initiative policy brief No. 2), GEGI exchange. Global Economic Governance Initiative. Boston University.
- Gallagher, K.P., Ocampo, J.A., Zhang, M., Yongding, Y. (Eds.), 2014b. Capital account liberalization in China: the need for a balanced approach, Pardee Center Task Force Report. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Gallagher, K.P., Prates, D.M., 2014. Financialization and the resources curse: the challenge of exchange rate management in Brazil (No. 8), GEGI Working paper. Global Economic Governance Initiative. Boston University, Boston.
- Gallagher, K.P., Shrestha, E., 2012. The Social Cost of Self- Insurance: Financial Crisis, Reserve Accumulation, and Developing Countries. *Global Policy* 3, 501–509.
- Gallagher, K.P., Stanley, L.E. (Eds.), 2013. Capital Account Regulations and the Trading System: A Compatibility Review, Pardee Center Task Force Report. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Gallagher, K.P., Stanley, L.E., 2012. Global Financial Reform and Trade Rules: The Need for Reconciliation (No. 24), Issues in brief. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Gallego, F., Hernandez, L., Schmidt-Hebbel, K., 2002. Capital controls in Chile: were they effective?, in: Hernandez, L., Schmidt-Hebbel, K. (Eds.), *Banking, Financial Integration, and Crises*. Central Bank of Chile, Santiago de Chile.
- Gamboa Estrada, F.A., 2015. The Determinants of Private Capital Flows in Emerging Economies: The Role of Fed Unconventional Monetary Policies.

- Garber, P.M., 1998. Derivatives in international capital flows. National Bureau of Economic Research.
- García, C., 2002. Entradas de capital, gestión macroeconómica y crisis financieras en economías emergentes: Tailandia, Malasia e Indonesia (1987-1997). tesis doctoral, Madrid, Universidad Complutense de Madrid.
- García-Escribano, M., 2010. Peru: drivers of de-dollarization (No. WP/10/169), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Garcia, M.G.P., Valpassos, M.V.S., 1998. Capital flows, capital controls and currency crisis: the case of Brazil in the nineties. PUC - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- Garcimartín, C., 2009. La tasa Tobin, in: Alonso, J.A. (Ed.), Financiación Del Desarrollo: Viejos Recursos, Nuevas Propuestas. Siglo XXI de España Editores, pp. 197–223.
- Ghosh, A.R., Goretti, M., Joshi, B., Ramakrishnan, U., Thomas, A., Zalduendo, J., 2008. Capital Inflows and Balance of Payments Pressures: Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies. IMF Policy Discussion Paper PDP/08/2.
- Ghosh, A.R., Kim, J., Qureshi, M.S., Zalduendo, J., 2012. Surges (No. WP/11/22), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Giovannini, A., 1991. International capital mobility and tax avoidance. PSL Quarterly Review 44, 197–219.
- Giovannini, A., De Melo, M., 1993. Government revenue from financial repression. American economic review 83, 953–63.
- Gissurason, H.H., 2004. Miracle on Iceland. Wall Street Journal.
- Glick, R., Hutchison, M., 2010. The illusive quest: Do international capital controls contribute to currency stability? (No. 2010-15), Working Paper Series. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Glick, R., Hutchison, M., 2005. Capital controls and exchange rate instability in developing economies. Journal of International Money and Finance 24, 387–412.
- Goh, S.K., 2005. New empirical evidence on the effects of capital controls on composition of capital flows in Malaysia. Applied Economics 37, 1491–1503.
- Goldfajn, M.I., Valdés, M.R.O., 1997. Capital flows and the twin crises: the role of liquidity (No. 97/87), Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Gomes, E.A., 2013. Capital account regulations and the trading system. Brazilian experience at GATS and IIAs with capital flows regulation.
- Goossens, R., 2013. Do capital controls boost the resilience to crises? (Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia e Finanças. Prof. Dr. Rogério Mori (Orientador)). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- Gourinchas, P.O., Jeanne, O., 2004. The elusive gains from international financial integration (No. WP/04/74), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Gourinchas, P.-O., Rey, H., 2013. External adjustment, global imbalances and valuation effects (No. 19240), Working Paper. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Government debt management, n.d. Market information. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Grabel, I., 2013. The Rebranding of Capital Controls in an Era of Productive Incoherence. Working Paper Series. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst 318.
- Grabel, I., 2012. Dynamic Capital Regulations, IMF Irrelevance and the Crisis, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Grabel, I., 2010. Capital controls, “currency wars,” and new global financial architecture. Triple Crisis.
- Grabel, I., 2006. A post- Keynesian analysis of financial crisis in the developing world and directions for reform, in: Arestis, P., Sawyer, M. (Eds.), A Handbook For Alternative Monetary Economics. Edward Elgar Publishing, Massachusetts.
- Grabel, I., 2003. Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies. Cambridge Journal of Economics 27, 317–336.
- Grabel, I., 1993. Fast Money, “Noisy Growth”: A Noise-Led Theory of Development. Review of Radical Political Economics 25, 1–8.
- Grabel, I., Gallagher, K.P., 2015. Capital controls and the global financial crisis: An introduction. Review of International Political Economy 22, 1–6. doi:10.1080/09692290.2014.931873
- Greenwald, B.C., Stiglitz, J.E., 1986. Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets. The quarterly journal of economics 229–264.
- Grenville, S., 2012. Taming Volatile Capital Flows in Emerging Economies. Agenda 19.
- Griffith-Jones, S., Gallagher, K.P., 2012. The Need for North-South Coordination, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.

- Griffith-Jones, S., Gallagher, K.P., 2011. Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy. *Economic & Political Weekly* 46, 13.
- Grimsson, Ó.R., 2013. Let banks go bankrupt.
- Grimsson, Ó.R., 2005. How to succeed in modern business: lessons from the Icelandic voyage.
- Group of Twenty-Four (G-24), 2011. Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development: Communiqué.
- Gudmundsson, M., 2014. Economic outlook, monetary policy, and credit ratings.
- Gudmundsson, M., 2013a. Preserving the credit of the sovereign through a financial sector meltdown – the case of Iceland.
- Gudmundsson, M., 2013b. Iceland's crisis and recovery and current challenges.
- Gudmundsson, M., 2013c. Managing capital flows in a financially integrated area—lessons from the Icelandic financial crisis.
- Gudmundsson, M., 2013d. The financial crisis in Iceland and Ireland – what are the lessons five years later?
- Gudmundsson, M., 2012a. Crisis and recovery in Iceland and the lessons to be learnt.
- Gudmundsson, M., 2012b. Speech delivered at the 51st Annual General Meeting of the Central Bank of Iceland. Reykjavik.
- Gudmundsson, M., 2012c. Reflections on the “Icelandic model” for crisis management and recovery.
- Gudmundsson, M., 2011a. Lessons from the Iceland crisis.
- Gudmundsson, M., 2011b. The fault-lines in cross-border banking: lessons from the Icelandic case.
- Gudmundsson, M., 2010. The Icelandic economy two years after the crash.
- Gujarati, D.N., Porter, D.C., 2009. *Basic Econometrics*, 5th ed. McGraw Hill. International Edition, New York.
- Gylfason, T., 2014. Iceland: How could this happen? (No. 4605), CESifo Working Paper. Center for Economic Studies & Info Institute.
- Gylfason, T., 2011. Houston, we have a problem: Iceland's capital controls. *VoxEu.org*.
- Gylfason, T., 2010. Iceland's special investigation: The plot thickens. *VoxEu.org*.
- Gylfason, T., 2008. Events in Iceland: skating on thin ice? *VoxEu.org*.
- Habermeier, K., Kokenyne, A., Baba, C., 2011. The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows (No. SDN/11/14), Staff Discussion Note. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Harrison, A.E., Love, I., McMillan, M.S., 2004. Global capital flows and financing constraints. *Journal of development Economics* 75, 269–301.
- Hausmann, R., Rodrik, D., Stiglitz, J.E., Subramanian, A., Birdsall, N., Jeanne, O., Bardhan, P., Ocampo, J.A., others, 2011. Statement on Capital Controls and Trade Treaties.
- Hayek, F.A., 1944. *The Road to Serfdom*. University of Chicago Press, Chicago.
- Helleiner, E., 2010. A Bretton Woods moment? The 2007–2008 crisis and the future of global finance. *International affairs* 86, 619–636.
- Helleiner, E., Pagliari, S., 2011. The end of an era in international financial regulation? A postcrisis research agenda. *International Organization* 65, 169–200.
- Helleiner, G.K., 1998. *Capital account regimes and the developing countries*. Macmillan Press.
- Henry, P.B., 2007. Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation. *Journal of Economic Literature* 45, 887–935.
- Herbertsson, T.T., 2008. The Icelandic banking collapse: A story of broken promises.
- Hicks, J.R., 1937. Mr. Keynes and the “classics”; a suggested interpretation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 147–159.
- Hill, R., Myatt, T., 2010. *The economics anti-textbook*. Zed Books.
- Hirschman, A.O., 1991. *Retóricas de la intransigencia*. Fondo de Cultura Económica México.
- Hobsbawm, E., 1995. *Historia del siglo XX. Crítica*, Barcelona.
- Holland, M., 2014. Managing capital inflows in Brazil, in: Akerlof, G.A., Blanchard, O., Romer, D., Stiglitz, J.E. (Eds.), *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*. International Monetary Fund and Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts.
- Hunter Gordon, K., 2005. Iceland's cool investment calculation. *The Guardian*.
- Hutchison, M., Kendall, J., Pasricha, G., Singh, N., 2010. Indian capital control liberalization: Evidence from NDF markets (No. 21771), Working Paper. Stanford Center for International Development.
- Icelandic State Financial Investment, 2010. Report on the activities of ISFI in 2010. Icelandic State Financial Investment, Reykjavik.

- Igan, D., Tan, Z., 2015. Capital Inflows, Credit Growth, and Financial Systems (No. 15/193), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Independent Evaluation Office, 2011. IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004–07 (Evaluation Report). International Monetary Fund.
- International Monetary Fund, 2015. Iceland: 2014 Article IV Consultation and Fifth Post-Program Monitoring Discussions-Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Iceland (No. 15/72), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2014a. Peru: Selected Issues Paper (No. 14/22), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2014b. Peru: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation (No. 14/21), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2014c. Iceland: Fourth Post-Program Monitoring Discussions-Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Iceland (No. 14/194), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2013a. Brazil: Technical Note on Macroprudential Policy Framework (No. 13/148), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2013b. Guidance note for the liberalization and management of capital flows. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2013c. Brazil: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation (No. 13/312), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2013d. Peru: 2012 Article IV Consultation (No. 13/45), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2013e. Peru: Selected Issues Paper (No. 13/46), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2013f. Iceland: Selected Issues (No. 13/257), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012a. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. Background Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012b. The liberalization and management of capital flows: an institutional view. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012c. Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement (No. 12/91), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012d. Brazil: 2012 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Brazil (No. 12/191), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012e. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012f. Brazil: Selected Issues Paper (No. 12/192), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012g. Peru: 2011 Article IV consultation-Staff report; Supplement; and Public Information Notice (No. 12/26), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012h. Peru: selected issues paper (No. 12/27), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012i. Iceland. 2012 Article IV consultation and first postprogram monitoring discussion (No. 12/89), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2012j. Dealing with household debt, in: World Economic Outlook April 2012. Growth Resuming, Dangers Remain. International Monetary Fund, Washington, D.C., pp. 89–124.
- International Monetary Fund, 2011a. International capital flows: reliable or fickle?, in: World Economic Outlook April 2011. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2011b. Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2011c. Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2011d. The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows - Background paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.

- International Monetary Fund, 2011e. Articles of agreement. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2011f. The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2011g. Statement by the Managing Director on Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Executive Board Meeting March 21, 2011 (No. March 2, 2011), Policy Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2011h. Iceland: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, and Request for Modification of Performance Criteria and Rephrasing of Access (No. 11/125), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2010a. The Fund's Mandate—The Legal Framework. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2010b. The Fund's role regarding cross-border capital flows. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2010c. IMF Executive Board Concludes 2010 Article IV Consultation with Brazil (No. 10/111), Public Information Notice (PIN). International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2010d. Peru: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation (No. 10/98), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2009. Iceland: Staff Report for First Review under Stand-By Arrangement and Requests for Extension of the Arrangement, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, and Rephrasing of Access (No. 09/306), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2008a. Iceland—2008 Article IV Consultation Concluding Statement.
- International Monetary Fund, 2008b. Iceland: Request for Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland (No. 08 / 362), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2007. Peru: selected issues (No. 07/53), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, 2006. Iceland: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion (No. 06/296), IMF Country Report. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, n.d. World Economic Outlook Database.
- International Monetary Fund, n.d. Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, n.d. International Financial Statistics.
- International Monetary Fund, n.d. IMF exchange rates.
- International Monetary Fund, n.d. Balance of Payments and International Investment Position Statistics.
- International Monetary Fund, Bank of International Settlements, Financial Stability Board, 2009. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board.
- Itaú BBA, 2013. Brazil Removes IOF on Fixed Income Transactions, Latam Talking Points.
- Jankov, L., Banka, H.N., 2009. Spillovers of the crisis: How different is Croatia? (Workshops No. 15). Oesterreichische Nationalbank, Vienna.
- Jännäri, K., 2009. Report on Banking Regulation and Supervision in Iceland: past, present and future. Report commissioned by the Icelandic government as part of its Stand-By Arrangement with the International Monetary Fund 30.
- Jeanne, O., 2012. The international monetary system, in: Blanchard, O., Romer, D., Spence, M., Stiglitz, J.E. (Eds.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Jeanne, O., 2011. Managing Capital Flows in Emerging Markets.
- Jeanne, O., Korinek, A., 2010. Managing credit booms and busts: a Pigouvian taxation perspective (CEPR Discussion Paper No. 8015). London: Centre for Economic Policy Research (CEPR Discussion Paper 8015).
- Jeanne, O., Subramanian, A., Williamson, J., 2012. Who Needs to Open the Capital Account? Peterson Institute.
- Jiménez, F., 2010. La economía peruana del último medio siglo. Ensayos de interpretación. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Jinjarak, Y., Noy, I., Zheng, H., 2013. What Lessons Can Asia Draw from Capital Controls in Brazil During 2008-2012? (No. 423), ADBI Working Paper Series. Asian Development Bank Institute, Tokyo.
- Jinjarak, Y., Noy, I., Zheng, H., 2012. Capital Controls in Brazil – Stemming a Tide with a Signal (Working Paper No. 201213). University of Hawaii at Manoa, Department of Economics.

- Jittrapanun, T., Prasartset, S., 2009. Hot money and capital controls in Thailand. Third World network (TWN).
- Johnson, S., Kochhar, K., Mitton, T., Tamirisa, N., 2006. Malaysian capital controls: macroeconomics and institutions (No. WP/06/51), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Johnson, S., Mitton, T., 2003. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of financial economics* 67, 351–382.
- Johnston, R.B., Otker, I., 1999. A modernized approach to managing the risks in cross-border capital movements (No. PDP/99/6), IMF Policy Discussion Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Johnston, R.B., Tamirisa, N.T., 1998. Why Do Countries Use Capital Controls? (No. WP/98/181), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Jurgenfeld, V., Lima, F., 2014. Com Nelson Barbosa, Planejamento retoma o protagonismo. *Valor Económico*.
- Kahneman, D., 2011. *Thinking, fast and slow*. Macmillan.
- Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M., Vegh, C.A., 2003. The unholy trinity of financial contagion. *Journal of Economic Perspectives* 17, 51–74.
- Kaminsky, G.L., Schmukler, S.L., 2000. Short- and long-run integration: do capital controls matter? Presented at the Brookings Trade Forum, Brookings Institution Press, pp. 125–166.
- Kaplan, E., Rodrik, D., 2002. Did the Malaysian capital controls work?, in: Edwards, S., Frankel, J.A. (Eds.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. University of Chicago Press, pp. 393–440.
- Kawai, M., Lamberte, M. (Eds.), 2010. *Managing capital flows: the search for a framework*. Asian Development Bank Institute and Edward Elgar Publishing, Tokio.
- Kawai, M., Lamberte, M., Takagi, S., 2012. Managing Capital Flows: Lessons from the Recent Experiences of Emerging Asian Economies, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Keen, M., Marchand, M., 1997. Fiscal competition and the pattern of public spending. *Journal of Public Economics* 66, 33–53.
- Keynes, J.M., 1980. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, Activities 1940–1944, Shaping the Post-War World: The Clearing Union. London and New York: Macmillan and Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M., 1937. The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics* 51, 209–223.
- Keynes, J.M., 1936. *The general theory of interest, employment and money*. London: Macmillan.
- Kiguel, A., Yeyati, E.L., 2009. Quantifying the effect of a Tobin tax: The case of the Brazilian IOF. *Barclays Capital*.
- Kim, W., 2003. Does capital account liberalization discipline budget deficit? *Review of International Economics* 11, 830–844.
- Kinda, T., 2009. Determinants, consequences and a policy response to private capital flows in developing countries. Université d'Auvergne Clermont-Ferrand I Faculté des Sciences Economiques et de Gestion.
- Kindleberger, C.P., 2011. *Historia financiera de Europa*. Crítica, Madrid, España.
- Kindleberger, C.P., Aliber, R.Z., 2012. *Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras*. Ariel.
- Klein, M.W., 2012. *Capital Controls: Gates versus Walls*.
- Knight, F.H., 1921. *Risk, uncertainty and profit*. Hart, Schaffner and Marx, New York.
- Koepke, R., 2015. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature (No. 62770), MPRA paper. Munich Personal RePEc Archive.
- Korinek, A., 2012a. Capital Controls and Currency Wars. Manuscript, University of Maryland.
- Korinek, A., 2012b. Emerging market economies after the crisis: trapped by global liquidity?, in: Volz, U. (Ed.), *Financial Stability in Emerging Markets—Dealing with Global Liquidity*. The German Development Institute / Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE), Bonn, pp. 35–39.
- Korinek, A., 2011. The new economics of prudential capital controls: A research agenda. *IMF Economic Review* 59, 523–561.
- Korinek, A., 2010a. Regulating capital flows to emerging markets: An externality view. University of Maryland Working Paper.
- Korinek, A., 2010b. Excessive dollar borrowing in emerging markets: Balance sheet effects and macroeconomic externalities. Available at SSRN 967524.
- Kose, M.A., Prasad, E., Rogoff, K.S., Wei, S.J., 2006. *Financial globalization: a reappraisal*. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Kose, M.A., Prasad, E.S., Taylor, A.D., 2009. Thresholds in the process of international financial integration. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Kose, M.A., Prasad, E.S., Terrones, M.E., 2008. Does openness to international financial flows raise productivity? National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.

- Kregel, J.A., 2014. International and development dimensions of financial fragility.
- Kregel, J.A., 2004. External financing for development and international financial instability (No. 32), G-24 Discussion Paper Series. United Nations Conference on Trade and Development. Intergovernmental Group of Twenty-four.
- Kregel, J.A., 1998. Yes, "it" did happen again: A Minsky crisis happened in Asia (Working Paper). Jerome Levy Economics Institute.
- Krueger, A.O., 1974. The political economy of the rent-seeking society. *The American economic review* 64, 291–303.
- Krugman, P., 1999. Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International tax and public finance* 6, 459–472.
- Krugman, P., 1979. A model of balance-of-payments crises. *Journal of money, credit and banking* 11, 311–325.
- Krugman, P.R., 2012. The IMF and Capital Controls. *The conscience of a liberal*.
- Krugman, P.R., 2009. The return of depression economics and the crisis of 2008. WW Norton.
- Krugman, P.R., Obstfeld, M., 2006. *Economía Internacional. Teoría y política*, 7th ed. Addison Wesley. Pearson educación.
- Laurens, B., Cardoso, J., 1998. Managing capital flows-lessons from the experience of Chile (No. WP/98/168), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lavoie, M., 2014. *Post-keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Pub, Northampton, MA.
- Lavoie, M., 1992. *Foundations of post-Keynesian economic analysis*. E. Elgar.
- Lee, K., 2004. Does Capital Account Liberalization Spur Economic Growth, or Do Controls? Focusing on Conditions and Channels'. Ritsumeikan University.
- Lee, K., Jayadev, A., 2005. Capital account liberalization, growth and the labor share of income: Reviewing and extending the cross-country evidence, in: Epstein, G. (Ed.), *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Cheltenham: Edward Elgar. Elgar Press, Northampton, MA, pp. 15–57.
- Le Fort, G., Budnevich, C., 1996. Capital account regulations and macroeconomic policy: Two Latin American experiences. Levy Economics Institute WP 162.
- Lehrer, J., 2010. *How we decide*. Houghton Mifflin Harcourt.
- León, D., Quispe, Z., 2010. El encaje como instrumento no convencional de política monetaria. *Moneda* 143, 8–16.
- Levchenko, A.A., Mauro, P., 2007. Do Some Forms of Financial Flows Help Protect Against "Sudden Stops"? (No. WP/06/202), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Levy Yeyati, E., Schmukler, S.L., Van Horen, N., 2009. International financial integration through the law of one price: The role of liquidity and capital controls. *Journal of Financial Intermediation* 18, 432–463.
- Lewis, W.A., 1954. Economic development with unlimited supplies of labour. *The manchester school* 22, 139–191.
- Lipscomb, L., 2005. An overview of non-deliverable foreign exchange forward markets. Federal Reserve Bank of New York.
- Lipsey, R.G., 2007. Reflections on the general theory of second best at its golden jubilee. *International Tax and Public Finance* 14, 349–364.
- Lozano, F., Villa, E., Monsalve, S., 1999. Competencia perfecta: equilibrio walrasiano y óptimo de Pareto, in: Monsalve, S. (Ed.), *Introducción a Los Conceptos de Equilibrio En Economía*. Univ. Nacional de Colombia, pp. 13–96.
- Lucas, R.E., 1990. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review* 80, 92–96.
- Lucas, R.E., 1972. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of economic theory* 4, 103–124.
- Lund, S., Daruvala, T., Dobbs, R., Härle, P., Kwek, J.-H., Falcón, R., 2013. *Financial globalization: Retreat or reset?* McKinsey Global Institute. McKinsey&Company.
- Ma, G., McCauley, R.N., 2008. Efficacy of China's capital controls: Evidence from price and flow data. *Pacific Economic Review* 13, 104–123.
- Magud, N., Reinhart, C.M., 2006. Capital controls: an evaluation. National Bureau of Economic Research.
- Magud, N., Reinhart, C.M., Rogoff, K., 2011. Capital Controls: Myth and Reality-A Portfolio Balance Approach (No. 11-7), Working Paper series. Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Mandelbrot, B., 1964. The variation of certain speculative prices, in: Cootner, P.H. (Ed.), *The Random Character of Stock Market Prices*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp. 307–332.
- Mantega, G., 2013. Statement by Mr. Guido Mantega Minister of Finance of Brazil. April 20, 2013. Presented at the International Monetary Fund. International Monetary and Financial Committee Twenty-Seventh Meeting.
- Mantega, G., 2012a. Statement by Mr. Guido Mantega Minister of Finance, Brazil. April 21, 2012. Presented at the International Monetary Fund. International Monetary and Financial Committee Twenty-Fifth Meeting.
- Mantega, G., 2012b. Statement by Mr. Guido Mantega Minister of Finance, Brazil. October 13, 2012. Presented at the International Monetary Fund. International Monetary and Financial Committee Twenty-Sixth Meeting.

- Mantega, G., 2009. Dólar cai e Mantega não descarta medidas adicionais sobre câmbio [WWW Document]. BBC Brasil. URL http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2009/10/091021_mantega_cambio_dt.shtml (accessed 2.11.14).
- Martins, B., Schechtman, R., 2013. Loan pricing following a macro prudential within-sector capital measure (No. 323), Working Paper series. Banco Central do Brasil, Brasília.
- Mas-Colell, A., Whinston, M.D., Green, J.R., 1995. Microeconomic theory. Oxford university press New York.
- McKinnon, R.I., Pill, H., 1999. Exchange-rate regimes for emerging markets: moral hazard and international overborrowing. *Oxford review of economic policy* 15, 19–38.
- McKinnon, R.I., Pill, H., 1997. Credible economic liberalizations and overborrowing. *The American Economic Review* 189–193.
- Medialdea, B., 2012. Límites estructurales al desarrollo económico: Brasil (1950-2005). *Problemas del Desarrollo* 43.
- Medialdea, B., 2010. Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña. Universidad Complutense de Madrid, Madrid.
- Melo, J., 2012. La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta. *Ensayos de Economía* 22, 65–88.
- Méndez-Pinedo, M.E., 2013. Nota a la sentencia Icesave del Tribunal de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) de 28 de enero de 2013. Garantía de depósitos bancarios, discriminación territorial y deuda soberana tras la crisis financiera en Islandia. *Revista de Derecho Comunitario Europeo* 17, 1093–1117.
- Méndez-Pinedo, M.E., 2011. Icesave Dispute in the Aftermath of the Icelandic Financial Crisis: Revisiting the Principles of State Liability, Prohibition of State Aid and Non-Discrimination in European Law, The. *Eur. J. Risk Reg.* 356.
- Mendoza Bellido, W., 2013. Contexto internacional y desempeño macroeconómico en América Latina y el Perú: 1980-2012 (No. 351), Documentos de Trabajo. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Milne, A., 2014. The control and management of international capital flows: a review of the literature.
- Ministerio de Economía y Finanzas de Perú, n.d. Estadísticas.
- Minsky, H.P., 2008. John Maynard Keynes. McGraw Hill, New York (Erstveröff. 1975).
- Minsky, H.P., 1992. The financial instability hypothesis (No. 74), Working Paper. The Jerome Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, N.Y.
- Minsky, H.P., 1986. Global consequences of financial deregulation (Paper No. 378), Hyman P. Minsky Archive. Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, N.Y.
- Minsky, H.P., 1977. Banking and a fragile financial environment. *The Journal of Portfolio Management* 3, 16–22.
- Mishkin, F.S., 1998. International capital movements, financial volatility and financial instability (No. 6390), Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Mishkin, F.S., Herbertsson, T.T., 2006. Financial stability in Iceland. The Iceland Chamber of Commerce, Reykjavik.
- Mlodinow, L., 2013. Subliminal: How your unconscious mind rules your behavior. Vintage.
- Mody, A., Murshid, A., 2011. Growth from international capital flows: The role of volatility regimes. *IMF Working Papers* 11/90 1–41.
- Mohan, R., 2012a. Capital Account Management: The Need for a New Consensus, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Mohan, R., 2012b. Capital-account management: key issues, in: Blanchard, O.J., Romer, D., Spence, M., Stiglitz, J.E. (Eds.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Mohan, R., Kapur, M., 2009. Managing the impossible trinity: volatile capital flows and Indian monetary policy (No. 401), Working Paper. Stanford Center for International Development.
- Montiel, P., 1999. Policy responses to volatile capital flows. Citeseer.
- Montiel, P.J., 2013. Capital Flows: Issues and Policies (No. 441), IDB Working Paper Series. Inter-American Development Bank.
- Montiel, P., Reinhart, C.M., 1999. Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s. *Journal of international money and finance* 18, 619–635.
- Mundell, R.A., 1968. International economics.
- Mundell, R.A., 1963. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique* 29, 475–485.
- Mundell, R.A., 1957. International trade and factor mobility. *The american economic review* 321–335.
- Muth, J.F., 1961. Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 315–335.
- Nadal-De Simone, F., Sorsa, P., 1999. A review of capital account restrictions in Chile in the 1990s (No. WP/99/52), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.

- Nayyar, D., 2000. The three routes to financial crises (No. 14), Working Paper Series III: International Capital Markets and the Future of Economic Policy. Center for Economic Policy Analysis CEPA.
- Neely, C.J., 1999. An introduction to capital controls. REVIEW-FEDERAL RESERVE BANK OF SAINT LOUIS 81, 13–30.
- Neira, M.Á.A., 2004. Teoría económica de las crisis monetarias y financieras y de los controles de capital. Instituto de Estudios Económicos.
- Nier, E., Sedik, T.S., Mondino, T., 2014. Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed? (No. WP/14/196), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Nogueira Batista, Jr, P., 2012. The IMF, Capital Account Regulation, and Emerging Market Economies, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Nurkse, R., 1966. Problems of capital formation in underdeveloped countries.
- Nurkse, R., 1944. *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period* (Geneva: League of Nations).
- Obstfeld, M., 2015. Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation (Working Paper No. 480). Bank for International Settlements.
- Obstfeld, M., 2009. International finance and growth in developing countries: What have we learned? National Bureau of Economic Research.
- Obstfeld, M., 2007. International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?
- Obstfeld, M., 2001. International macroeconomics: beyond the Mundell-Fleming model (No. 8369), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Obstfeld, M., 1998. The global capital market: benefactor or menace? *Journal of economic perspectives* 12, 9–30.
- Obstfeld, M., 1996. Models of currency crises with self-fulfilling features. *European economic review* 40, 1037–1047.
- Obstfeld, M., 1995. International currency experience: New lessons and lessons relearned. *Brookings Papers on Economic Activity* 119–220.
- Obstfeld, M., 1994a. Risk-taking, global diversification, and growth. *The American Economic Review* 84, 1310–1329.
- Obstfeld, M., 1994b. The logic of currency crises (No. 4640), Working Paper Series. National Bureau of Economic Research.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., 1996. *Foundations of International Macroeconomics*. MIT Press, Massachusetts.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., 1995. Exchange rate dynamics redux. *Journal of Political Economy* 103, 624–660.
- Obstfeld, M., Taylor, A.M., 2004. *Global capital markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge University Press.
- Ocampo, J.A., 2015. Capital account liberalization and management (No. 2015/048), WIDER Working Paper. United Nations University - World Institute for Development Economic Research.
- Ocampo, J.A., 2014. Reforma de la arquitectura monetaria y financiera internacional, Working Paper Series. Friedrich Ebert Stiftung.
- Ocampo, J.A., 2012a. The case for and experience with capital account regulations, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Ocampo, J.A., 2012b. The case for regulating cross-border capital flows, in: Blanchard, O.J., Romer, D., Spence, M., Stiglitz, J.E. (Eds.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Ocampo, J.A., 2011a. Reforming the International Monetary System. United Nations University-WIDER. 14th WIDER Annual Lecture, Helsinki.
- Ocampo, J.A., 2011b. Macroeconomy for Development: Countercyclical Policies and Production Sector Transformation. CEPAL Review 7–35.
- Ocampo, J.A., 2005. A broad view of macroeconomic stability (No. 1), DESA Working Paper. United Nations Department of Economic and Social Affairs.
- Ocampo, J.A., 2002. Capital-account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries (No. 2002/82), WIDER Discussion Papers. World Institute for Development Economics (UNU-WIDER).
- Ocampo, J.A., Palma, G., 2008. The Role of Preventive Capital Account Regulations, in: *Capital Market Liberalization and Development*. Oxford University Press, New York, pp. 170–204.
- Ólafsdóttir, K., Ólafsson, S., 2014. Economics, politics and welfare state in Iceland (No. 2014:13), Fafo report. Fafo.
- Ólafsson, S., 2011a. Icelandic Capitalism—From Statism to Neoliberalism and Financial Collapse. *Comparative Social Research* 28, 1–51.
- Ólafsson, S., 2011b. Iceland's financial crisis and level of living consequences (No. 3/2011), Working Paper. Social Research Centre. University of Iceland, Reykjavik.

- Ólafsson, T.T., 2005. Króna-denominated Eurobond issues (Monetary Bulletin No. 2005-4).
- Ólafsson, T., Vignisdóttir, K.Á., 2012. Households' Position in the Financial Crisis in Iceland (No. 59), Working Paper. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Oliveira Damasceno, A., 2013. Fluxos de Capitais e Crescimento Econômico nos Países em Desenvolvimento. *Estudos Econômicos* (São Paulo) 43, 773–811.
- Olivié, I., 2005. Las crisis de la globalización: marco teórico y estudio de los casos de México y Corea del Sur. Consejo Económico y Social de España.
- Organisation for economic co-operation and development, 2012. OECD code of liberalisation of capital movements. Organisation for economic co-operation and development.
- Organisation for economic co-operation and development, 2011. OECD Economic Surveys: Brazil 2011. Organisation for economic co-operation and development. OECD Publishing, Washington, D.C.
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Chamon, M., Qureshi, M.S., 2012a. Tools for Managing Financial-Stability Risks from Capital Inflows. *Journal of International Economics* 88, 407–421.
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Habermeier, K., Chamon, M., Laeven, L., Qureshi, M.S., Kokenyne, A., 2011. Managing Capital Inflows: What tools to use? (No. SDN/11/06), IMF Staff Discussion Note. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M.S., Reinhardt, D.B.S., 2010. Capital inflows: the role of controls (No. SPN/10/04), IMF Staff Position Note. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Korinek, A., 2012b. Multilateral Aspects of Managing the Capital Account (No. SDN/12/10), Staff Discussion Note. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Otani, I., Fukumoto, T., Tsuyuguchi, Y., 2011. China's Capital Controls and Interest Rate Parity: Experience during 1999 – 2010 and Future Agenda for Reforms (No. 11-E-8), Bank of Japan Working Paper Series. Bank of Japan.
- Ozkan, G.F., Sutherland, A., 1994. A Model of the EMR Crisis. CEPR Working Paper.
- Padilla, R., 2015. Macroeconomía y crisis financieras.
- Padilla, R., 2014. La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky.
- Palazuelos, E., 2000. Contenido y método de la economía. Ediciones Akal.
- Palley, T.I., 2009. Rethinking the economics of capital mobility and capital controls. *Revista de Economía Política* 29, 15–34.
- Palley, T.I., 2005. Chilean unremunerated reserve requirement capital controls as a screening mechanism. *Investigación económica* 33–52.
- Palma, G., 2000. The three routes to financial crises: the need for capital controls (No. 18), CEPA Working Paper Series III. Center for Economic Policy Analysis CEPA, New York.
- Park, D., Sachs, J.D., 1996. The timing of exchange regime collapse under capital controls. *International Economic Journal* 10, 123–141.
- Park, J., 2012. Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development (No. WP/12/224), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Pasini, F.L., 2011. The International Regulatory Regime on Capital Flows (No. 338), ADBI Working Paper Series. Asian Development Bank Institute.
- Pasricha, G., Falagiarda, M., Bijsterbosch, M., Aizenman, J., 2015. Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets (No. 1844), Working Paper Series. European Central Bank.
- Paula, L.F. de, 2011. Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the Crossroads, Routledge studies in the modern world economy. Routledge.
- Paula, L.F. de, Prates, D.M., 2013a. Capital account and foreign exchange derivatives regulation: the recent experience in Brazil.
- Paula, L.F. de, Prates, D.M., 2013b. Capital account regulation, trade and investment treaties, and policy space in Brazil, in: Gallagher, K.P., Stanley, L.E. (Eds.), *Capital Account Regulations and the Trading System: A Compatibility Review*, Pardee Center Task Force Report. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston, pp. 55–65.
- Pereira da Silva, L.A., Harris, R.E., 2012. Sailing through the Global Financial Storm: Brazil's recent experience with monetary and macroprudential policies to lean against the financial cycle and deal with systemic risks (No. 290), Working Paper series.
- Piketty, T., 2014. *Capital in the twenty-first century*. Harvard University Press.
- Pires de Souza, F.E., Cardim de Carvalho, F.J., 2011. Exchange rate regulation, the behavior of exchange rates, and macroeconomic stability in Brazil. *Revista de Economía Política* 31, 563–578.
- Portes, R., 2008. The shocking errors behind Iceland's meltdown. *Financial Times*.
- Portes, R., Baldursson, F.M., Ólafsson, F., 2007. The internationalisation of Iceland's financial sector. The Iceland Chamber of Commerce, Reykjavik.

- Pradhan, M., Balakrishnan, R., Baqir, R., Heenan, G., Novak, S., Oner, C., Panth, S., 2011. Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets (No. SDN/11/10, April), IMF Staff Discussion Note. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Prasad, E.S., Rajan, R.G., 2008. Practical Approaches to Capital Account Liberalization. *Journal of Economic Perspectives* 22, 149–172.
- Prasad, E.S., Rajan, R.G., Subramanian, A., 2007. Foreign capital and economic growth (No. 13619), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.J., Kose, M.A., 2003. Effects of financial globalisation on developing countries: Some empirical evidence. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Prates, D.M., 2012. How to evaluate financial regulation of Brazil.
- Prates, D.M., 2009. O mercado de câmbio em 2008, in: *Panorama Das Economias Internacional E Brasileira: Dinâmica E Impactos Da Crise Global*. Edições Fundap, São Paulo, pp. 302–313.
- Prates, D.M., Fritz, B., 2013. Beyond capital controls: the regulation of foreign currency derivatives markets in South Korea and Brazil after the global financial crisis (Working Paper No. 07/2013). Berlin Working Papers on Money, Finance, Trade and Development, Berlin.
- Quinn, D.P., 1997. The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review* 531–551.
- Quinn, D.P., Toyoda, A.M., 2008. Does capital account liberalization lead to growth? *Review of Financial Studies* 21, 1403–1449.
- Quinn, D., Schindler, M., Toyoda, A.M., 2011. Assessing measures of financial openness and integration. *IMF Economic Review* 59, 488–522.
- Qureshi, M.S., Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Chamon, M., 2011. Managing capital inflows: The role of capital controls and prudential policies. National Bureau of Economic Research.
- Rapetti, M., Skott, P., Razmi, A., 2012. The real exchange rate and economic growth: are developing countries different? *International Review of Applied Economics* 26, 735–753.
- Reinhart, C.M., 2013. IMF Videos - IMF-Chatham House Seminar: The Liberalization and Management of Capital Flows.
- Reinhart, C.M., 2012. The return of financial repression (No. 8947), Discussion Paper Series. Centre for Economic Policy Research.
- Reinhart, C.M., Reinhart, V.R., 2008. Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present (No. 14321), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2009. This time is different: Eight centuries of financial folly. Princeton University Press.
- Reinhart, C.M., Smith, T., 1998. Too much of a good thing: the macroeconomic effects of taxing capital inflows, in: Glick, R. (Ed.), *Managing capital flows and exchange rates: Perspectives from the Pacific Basin*. pp. 436–464.
- Rey, H., 2014. Capital account management, in: Akerlof, G.A., Blanchard, O.J., Romer, D., Stiglitz, J.E. (Eds.), *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*. International Monetary Fund and Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts.
- Rincón, H., Toro, J., 2010. Are capital controls and central bank intervention effective? *Borradores de ECONOMÍA* 625.
- Rivera-Batiz, F.L., Rivera-Batiz, L., 1985. *International finance and open economy macroeconomics*. New York, NY.
- Rodrik, D., 2015a. Global Capital Heads for the Frontier [WWW Document]. Project Syndicate. URL <http://www.project-syndicate.org/commentary/frontier-market-economy-fad-by-dani-rodrik-2015-03> (accessed 3.11.15).
- Rodrik, D., 2015b. Economists vs. economics [WWW Document]. Project Syndicate. URL <https://www.project-syndicate.org/commentary/economists-versus-economics-by-dani-rodrik-2015-09?barrier=true> (accessed 12.14.12).
- Rodrik, D., 2012a. La paradoja de la globalización: Democracia y el futuro de la economía mundial. Antoni Bosch editor.
- Rodrik, D., 2012b. Global Capital Rules [WWW Document]. Project Syndicate. URL <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-imf-s-timid-embrace-of-capital-controls-by-dani-rodrik> (accessed 12.28.12).
- Rodrik, D., 2008a. *One economics, many recipes: globalization, institutions, and economic growth*. Princeton University Press.
- Rodrik, D., 2008b. The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity* 2008, 365–412.
- Rodrik, D., 2006. The social cost of foreign exchange reserves (No. 11952), Working Paper series. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Rodrik, D., 1998a. Who needs capital-account convertibility?, in: Kenen, P. (Ed.), *Essays in International Finance*. Princeton University Press, pp. 55–65.
- Rodrik, D., 1998b. Has globalization gone too far? *Challenge* 41, 81–94.
- Rodrik, D., Subramanian, A., 2008. Why Did Financial Globalization Disappoint?
- Rodrik, D., Velasco, A., 1999. Short-term capital flows (No. 7364), NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, Cambridge. Massachusetts.
- Rogoff, K., 1999. International institutions for reducing global financial instability (No. 7265), Working Paper. National Bureau of

Economic Research, Cambridge. Massachusetts.

- Rojas-Suárez, L., 2002. Comment to Kaplan, Ethan y Dani Rodrik (2002). "Did the Malaysian control capitals work?," in: Edwards, S., Frankel, J.A. (Eds.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. University of Chicago Press, pp. 393–440.
- Rossini, R., Quispe, Z., Rodríguez, D., 2011. Capital Flows, Monetary Policy and Forex Intervention in Peru (No. 2011-008), Documentos de Trabajo. Banco Central de la Reserva de Perú.
- Rossini, R., Quispe, Z., Serrano, E., 2013. Foreign exchange intervention in Peru, in: *Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What Has Changed?*, BIS Papers. Bank for International Settlements.
- Rossi, P., 2011. Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação (No. 7), Textos Avulsos. Observatório da Economia Global.
- Roubini, N., Sala-i-Martin, X., 1995. A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression. *Journal of Monetary Economics* 35, 275–301.
- Roure, C. de, Furniagiev, S., Reitz, S., 2013. The microstructure of exchange rate management: FX intervention and capital controls in Brazil. Kiel Working Paper.
- Salter, W.E., 1959. Internal And External Balance: The Role Op Price And Expenditure Effects. *Economic Record* 35, 226–238.
- Satyanath, S., Berger, D., 2007. Capital controls, political institutions, and economic growth: A panel and cross country analysis. *Quarterly Journal of Political Science* 2, 307–324.
- Schindler, M., 2009. Measuring financial integration: a new data set. *IMF Staff Papers* 56, 222–238.
- Schoenmaker, D., 2013. *Governance of international banking: The financial trilemma*. Oxford University Press.
- Schulze, G.G., 2000. *The political economy of capital controls*. Cambridge University Press.
- Schulze, G.G., Ursprung, H.W., 1999. Globalisation of the Economy and the Nation State. *The World Economy* 22, 295–352.
- Sedik, T.S., Sun, T., 2012. Effects of Capital Flow Liberalization—What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies? (No. WP/12/275), IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Sen Gupta, A., 2010. Management of International Capital Flows: The Indian Experience (No. 3747), MPRA paper. Munich Personal RePEc Archive, Munich.
- Sen Gupta, A., Sengupta, R., 2014. Capital Flows and Capital Account Management in selected Asian Economies (No. 58982), MPRA paper. Munich Personal RePEc Archive, Munich.
- Sewell, M., 2011. History of the Efficient Market Hypothesis (No. 11/04), Research Note.
- Shah, A., Patnaik, I., 2007. India's Experience with Capital Flows: The Elusive Quest for a Sustainable Current Account Deficit, in: Edwards, S. (Ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences*. National Bureau of Economic Research.
- Shiller, R.J., 2003a. From efficient markets theory to behavioral finance. *The Journal of Economic Perspectives* 17, 83–104.
- Shiller, R.J., 2003b. Exuberancia irracional: una mirada crítica a los mercados de valores. Turner.
- Shin, H.S., 2012. Global liquidity, in: Blanchard, O.J., Romer, D., Spence, M., Stiglitz, J.E. (Eds.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Sighvatsson, A., Daníelsson, Á., Svavarsson, D., Hermannsson, F., Gunnarsson, G., Helgadóttir, H., Bjarnadóttir, R., Bergstad Ríkardsson, R., 2011. What does Iceland owe? (No. 4), Economic affairs. The Central Bank of Iceland, Reykjavik.
- Soares Sales, A., Blanco Barroso, J.B., 2012. Coping with a complex global environment: a Brazilian perspective on emerging market issues (No. 292), Workin Paper series. Banco Central do Brasil, Brasília.
- Solow, R.M., 1956. A contribution to the theory of economic growth. *The quarterly journal of economics* 70, 65–94.
- Soros, G., 2008. *El nuevo paradigma de los mercados financieros: para entender la crisis actual*. Taurus Ediciones.
- Soto, C., 1997. Controles a los movimientos de capital: evaluación empírica del caso chileno. Unpublished paper. Santiago: Central Bank of Chile.
- Spiegel, S., 2012. How to Evade Capital Controls...and Why They Can Still Be Effective, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Statistics Iceland, n.d. Statistics Iceland.
- Stiglitz, J.E., 2013. The Lessons of the North Atlantic Crisis for Economic Theory and Policy. *IMFdirect - The IMF Blog*.
- Stiglitz, J.E., 2010. Contagion, liberalization, and the optimal structure of globalization. *Journal of Globalization and Development* 1.
- Stiglitz, J.E., 2004. Capital-market liberalization, globalization, and the IMF. *Oxford Review of Economic Policy* 20, 57–71.
- Stiglitz, J.E., 2002. *Globalization and its Discontents*. New York Norton.
- Stiglitz, J.E., 2000. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development* 28, 1075–1086.

- Stiglitz, J.E., Greenwald, B.C., 2014. *Creating a learning society: a new approach to growth, development, and social progress*. Columbia University Press.
- Stiglitz, J.E., Ocampo, J.A., Spiegel, S., Ffrench-Davis, R., Nayyar, D., 2006. *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development: Macroeconomics, Liberalization and Development*. OUP Oxford.
- Straetmans, S., Versteeg, R.J., Wolff, C.C., 2008. Are capital controls in the foreign exchange market effective?
- Subbarao, D., 2014. Capital account management: toward a new consensus?, in: Akerlof, G.A., Blanchard, O.J., Romer, D., Stiglitz, J.E. (Eds.), *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*. International Monetary Fund and Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts.
- Subramanian, A., 2012. International Regulation of the Capital Account, in: Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Ocampo, J.A. (Eds.), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. Boston University, Boston.
- Summa, R. de F., 2005. *Um Modelo Dinâmico de Fragilidade Financeira para Economia Aberta*.
- Superintendencia de Bancos, Seguros y Asociaciones de Fondos Privados de Pensiones del Perú, n.d. *Resoluciones (varios años)*.
- Sutherland, S., 1992. *Irrationality: The enemy within*. Constable and Company.
- Sverri, E.G., 2007. *El sobrecalentamiento no es peligroso*. Morgunblaðið.
- Swan, T.W., 1960. Economic control in a dependent economy. *Economic Record* 36, 51–66.
- Taleb, N.N., 2010. *The black swan: The impact of the highly improbable fragility*. Random House.
- Tamirisa, N.T., 2006. Do the Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Type? Evidence from Malaysia. *ASEAN Economic Bulletin* 23, 137–159.
- Tamirisa, N.T., 2001. Capital controls in response to the Asian crisis. Kanitta Meesook and others, Malaysia: From Crisis to Recovery, Occasional Paper.
- Taylor, L., 1998. Capital market crises: liberalisation, fixed exchange rates and market-driven destabilization. *Cambridge journal of economics* 22, 663–676.
- Terrier, G., Valdés, R., Tovar, C., Chan-Lau, J., Fernández-Valdovinos, C., García-Escribano, M., Medeiros, C.I., Tang, M.K., Vera-Martin, M., Walker, W.C., 2011. Policy instruments to lean against the wind in Latin America. *IMF Working Papers* WP/11/159 1–113.
- Thaicharoen, Y., Ananchotikul, N., 2009. Thailand's experiences with rising capital flows: recent challenges and policy responses (No. 03/2009), Discussion Paper. Bank of Thailand.
- The Economist, 2010. Lessons from Iceland. Coming in from the cold. *The Economist* 397, 141.
- The Economist, 2008. Iceland's economy. Till debt us do part. *The Economist* 387, 53.
- Thomson Reuters, n.d. *Ecwin*.
- Thomson Reuters, n.d. *Datastream*.
- Tiebout, C.M., 1956. A pure theory of local expenditures. *The journal of political economy* 416–424.
- Titelman, D., Vera, C., 2009. A summary of the experiences of Chile and Colombia with unremunerated reserve requirements on capital flows during the 1990's (No. 221), *Financiamiento del desarrollo*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. United Nations, Santiago de Chile.
- Tobin, J., 1986. *Acumulación de activos y actividad económica*. Alianza.
- Tobin, J., 1978. A proposal for international monetary reform. *Eastern economic journal* 4, 153–159.
- Tombini, A., 2013a. Global liquidity, capital flows and inflation targeting - central banking in the post - crisis global economy. Presented at the 5th Summit Meeting of Central Banks on IT, Central Bank of Chile, Santiago de Chile.
- Tombini, A., 2013b. *IMF Videos - IMF-Chatham House Seminar: The Liberalization and Management of Capital Flows*.
- Tovar Mora, C.E., García-Escribano, M., Vera Martin, M., 2012. Credit growth and the effectiveness of reserve requirements and other macroprudential instruments in latin america (No. 12/142), *IMF Working Paper*. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Turolla, F.A., Costa Filho, M.G., 2013. Taxing foreign capital in Brazil: a sequential game. *International Economics Letters* 5–11.
- Unión Europea, 1993. *Tratado de Maastricht*.
- United Nations Conference on Trade and Development, Global Economic Governance Initiative, 2013. Capital Account Regulations and Global Economic Governance: the need for policy space (No. 28), Policy brief. UNCTAD, Geneva, Switzerland.
- United Nations Development Program, n.d. *Human Development Reports*.
- Valdés-Prieto, S., Soto, M., 1998. The effectiveness of capital controls: theory and evidence from Chile. *Empirica* 25, 133–164.

- Valdés-Prieto, S., Soto, M., 1996. ¿ Es el control selectivo de capitales efectivo en Chile? Su efecto sobre el tipo de cambio real. Cuadernos de economía 77–108.
- Van Harten, G., Porterfield, M.C., Gallagher, K.P., 2015. Investment provisions in trade and investment treaties: the need for reform (A Global Economic Governance Initiative policy brief No. 5), GEGI exchange. Global Economic Governance Initiative. Boston University.
- Ventura, A., Garcia, M., 2012. Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: o rabo abana o cachorro. Revista Brasileira de Economia 66, 21–48.
- Verbeek, M., 2004. A guide to modern econometrics, 2nd ed. John Wiley & Sons, Chichester, England.
- Vermeiren, M., Dierckx, S., 2012. Challenging global neoliberalism? The global political economy of China's capital controls. THIRD WORLD QUARTERLY 33.
- Versteega, R., Straetmans, S., 2013. Capital Controls and Extreme Depreciation Risks in Foreign Exchange Markets.
- Vervloet, W., Garcia, M.G.P., 2009. Incentivo perverso das reservas internacionais: o caso das empresas exportadoras brasileiras (No. 564), TEXTO PARA DISCUSSÃO. Departamento Economia. PUC-Rio - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brazil.
- Vestergaard, J., Wade, R.H., 2012. Establishing a new Global Economic Council: governance reform at the G20, the IMF and the World Bank. Global Policy 3, 257–269.
- Vilarinho, Á., 2014. Derivados de divisas.
- Vilarinho, Á., 2001. Turbulencias financieras y Riesgo de Mercado. Prentice Hall.
- Vilarinho, Á., Ramírez, J.P., Martínez, F.G., 2008. Derivados: valor razonable y contabilidad: teoría y casos prácticos. Pearson Prentice Hall.
- Viner, J., 1947. International finance in the postwar world. The Journal of Political Economy 55, 97–107.
- Viterbo, A., 2011. Iceland's capital controls and the constraints imposed by the EEA agreement. Capital Markets Law Journal 6, 214–237.
- Wade, R.H., 2008a. Iceland pays price for financial excess. Financial Times.
- Wade, R.H., 2008b. IMF reports uncertain outlook for Iceland. Financial Times.
- Wade, R.H., Sigurgeirsdottir, S., 2012. Iceland's rise, fall, stabilisation and beyond. Cambridge Journal of Economics 36, 127–144.
- Wade, R.H., Sigurgeirsdottir, S., 2011. Iceland's meltdown: the rise and fall of international banking in the North Atlantic. Real-world economics review 56.
- Wade, R.H., Sigurgeirsdottir, S., 2010. Lessons from Iceland. New Left Review 65, 5–29.
- Walker, C., 2010. Brazil's Tax on Capital Inflows, 2009–10, in: Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity. pp. 33–34.
- Wang, P., 2005. The economics of foreign exchange and global finance. Springer.
- Weatherall, J.O., 2013. Cuando los físicos asaltaron los mercados. Editorial Ariel.
- Weitzman, M.L., 1974. Prices vs. quantities. The review of economic studies 477–491.
- Weller, C.E., 2001. Financial Crises after Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness? The Journal of Development Studies 38, 98–127.
- Williamson, J., Jeanne, O., Subramanian, A., 2012. International rules for capital controls. VoxEU.org.
- World Bank, n.d. World Development Indicators Database.
- Yepez Alborno, J.F., 2012. Essays on the effectiveness of capital controls. University of Notre Dame, Indiana.
- Yongding, Y., 2009. The management of cross-border capital flows and macroeconomic stability in China. TWN Global Economic Series 14.
- Zoega, G., 2008a. Iceland faces the music. VoxEu.org.
- Zoega, G., 2008b. Spending spree. VoxEu.org.